Versuch einer Systematik der Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde
der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

Dipl.-Kaufm. Willy Bückle

aus Frankfurt am Main

Wilh. Gerstung, Druckerei und Verlag, Offenbach am Main
1938

Meiner Mutter
in Dankbarkeit gewidmet

Versuch einer Systematik der Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde
der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

Dipl.-Kaufm. Willy Bückle

aus Frankfurt am Main

Wilh. Gerstung, Druckerei und Verlag, Offenbach am Main
1938

Hauptreferent: Prof. Dr. W. Kalveram
Korreferent: Prof. Dr. Dr. h. c. Fr. Schmidt

•

Tag der mündlichen Prüfung
30. Juni 1936

•

Inhaltsübersicht

Einleitung

Erster Teil

Die grundlegenden Faktoren

Zweiter Teil

Die mitbestimmenden Faktoren

Vorwort

Von jeher ist den Vorgängen an den Aktienmärkten in der Öffentlichkeit und auch von seiten der Wissenschaft die größte Beachtung geschenkt worden. Besonders wurde das Problem der Angemessenheit und Wahrheit der Aktienkurse in der Tagespresse und in mehr oder weniger wissenschaftlich gehaltenen Abhandlungen zum Gegenstand heftiger Diskussionen gemacht. Wie aber aus dem bisher vorliegenden Schrifttum zu ersehen ist, besteht — trotz der Fülle der Literatur — über die Elemente und Faktoren, die die Preisbildungsvorgänge am Aktienmarkt bestimmen oder beeinflussen, keine eindeutige Auffassung.

Da auch wenig Klarheit über das zu behandelnde Problem an sich besteht und die bisher zur Lösung dieses Problems gewählten Methoden sich als sehr wenig geeignet erwiesen, bringt die vorliegende Arbeit zunächst eine knappe und genaue Begrenzung der Problematik. Daran schließt sich eine eingehende Prüfung der Zweckmäßigkeit und Anwendbarkeit der zur Durchführung der Untersuchung zu wählenden Verfahren. Ein kurzer systematischer Überblick über die bisherige Bearbeitung des Themas beschließt den einleitenden Teil und zeigt zugleich die Grundlagen auf, auf denen meine eigenen Darstellungen beruhen.

Für die zahlreichen Anregungen und Hinweise bei der Anfertigung dieser Arbeit möchte ich auch an dieser Stelle meinem verehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. Kalveram, meinen wärmsten Dank aussprechen.

Einleitung

I. Problem und Problemstellung.

Schon in dem ältesten bekannten Buche über die Börse[1]) wird versucht, sich Rechenschaft über die Ursachen der Kursschwankungen am Aktienmarkt zu geben. Der Anlaß zum Nachdenken waren die von der Spekulation hoch hinaufgetriebenen Kurse und der zwingend darauf folgende Kurssturz. In der Folgezeit sahen sich die Regierungen immer wieder gezwungen, sich mit den Folgen von Kurszusammenbrüchen zu beschäftigen. Man versuchte dem Uebel durch mancherlei Beschränkungen sowie durch besondere Methoden der Kursfeststellung beizukommen. Dies erklärt auch, warum viele Autoren sich nur mit der technischen Seite dieses Problems befaßten. Jahrzehntelang wogte der Streit um den Wert des Termingeschäfts für die Preisbildung, sowie um die beste Kursfeststellungsmethode (z. B. Einzelkurse oder variable Kurse) hin und her. Solange man das „Gesetz von Angebot und Nachfrage" als alleinigen Erklärungsgrund auffaßte, war man nicht in der Lage, „Preisschwankungen" von „Wertschwankungen" unterscheiden zu können. Erst mit der Anwendung der subjektiven Wert- und Preislehre, besonders der Grenznutzenlehre, auf unser Problem wird eine einheitliche Erklärung von Wert und Preis der Aktien möglich. Man hat der subjektiven Preislehre zum Vorwurf gemacht, daß sie nur rein subjektive Momente anerkenne. Dies ist aber unberechtigt. Die neue Preislehre erkennt auch die objektiven Preismomente durchaus an. Höchstens eine übermäßige Hervorhebung der subjektiven Momente bei der Erklärung der Preisbildungsvorgänge am Aktienmarkt könnte bemängelt werden.

Viele Autoren begnügen sich damit, Angebot und Nachfrage als gegebene, feststehende Größen einfach hinzunehmen. Nun steht aber fest, daß das Angebot und die Nachfrage nicht urplötzlich aus dem Nichts hervorschießen, sondern daß sie als sehr abhängige Größen anzusehen sind. Das „Gesetz" von Angebot und Nachfrage besteht — erkenntniskritisch betrachtet — nur aus einer Reihe von Faustregeln, die besagen, daß steigendes und dringendes Angebot die Preise drückt, also zu fallenden Preisen führt und, daß steigende und dringende Nachfrage sie hebt. Ebenso gilt aber auch, daß hohe Preise so manches Angebot erst hervorlocken, also zu steigendem Angebot führen. Dann können wir aber auch beobachten, daß niedrige Preise so manches Angebot sich zurückziehen lassen, es also verkleinern. Aber auch das Gegenteil können wir ebenso oft an der Börse beobachten, nämlich, daß ein Preissturz Angstverkäufe hervorruft, also zu dringendem Angebot führt, während manche Preissteigerung die Baissepartei zu Angstkäufen veranlaßt, also zu zusätzlicher Nachfrage führt. Wir sehen also, daß hier ein sehr vielseitiges Abhängigkeitsverhältnis zwischen den Preisen (Kursen) einerseits und dem Angebot und der Nachfrage andererseits besteht. Wir müssen hier durchaus v. Nell-Breuning[2]) zustimmen, wenn er sagt, daß man keineswegs das Wechselspiel zwischen Angebot/Nachfrage und Preisen „für ein geschlossenes System, einen abgeschlossenen Kreisprozeß im Sinne der mechanischen Wärmetheorie[2])" halten dürfe, sondern, daß bei der wechselseitigen Abhängigkeit und Bedingtheit von Angebot und Nachfrage und Preisen, man Einflüsse von außen, selbst von ganz außerwirtschaftlicher Seite feststellen kann. Diese Zusammenhänge sind aber von vielen Autoren übersehen worden. Aus diesem Grunde soll hier, an dieser Stelle, zunächst einmal ein Ueberblick über die bisherige Darstellung dieses Problems in der Literatur gegeben werden. Ein solcher Ueberblick vermag viel rascher in das Problem einzuführen als eine langatmige Auseinandersetzung über die Problemstellung selbst.

1) Don José de la Vega: Confusion de Confusiones usw. Amsterdam, 1688, übersetzt von Otto Pringsheim im Verlag von H. Fleischmann, Breslau, 1919 erschienen.
2) Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg i. B., 1928, Seite 76 oben.

II. Die bisherige Darstellung des Problems in der Literatur.

Alle hier erschienenen Arbeiten lassen sich in zwei große Gruppen einteilen, einmal in die der überwiegend statistischen Arbeiten und die der überwiegend theoretischen Arbeiten.

A. Die überwiegend statistischen Arbeiten.

Die Verfasser aller hierher zu rechnenden Arbeiten bedienen sich vorzugsweise der empirisch-statistischen Methode. Sie berufen sich darauf, daß man aus einem mehr oder minder umfangreichen Zahlenmaterial allein schon die notwendigen Daten zur Erklärung des Problems herauslesen könne. Dieser Ansicht muß aber entgegengehalten werden, daß man sich zuerst über die theoretischen Voraussetzungen im klaren sein muß, ehe man auch nur an die Auswertung oder gar die Aufstellung des Zahlenmaterials herantreten kann. Die Wichtigkeit dieses Einwandes wird mit dem Voranschreiten der vorliegenden Untersuchungen immer klarer hervortreten. Denn schon die Auswahl des zu untersuchenden Zeitabschnitts und viel mehr noch der betreffenden Werte (ihre Anzahl, ihre Gruppierung usf.) sowie der statistischen Methoden (Mittelung der Reihen, Konstruktion der Indices usf.) setzen eine ganz bestimmte theoretische Auffassung voraus. Leider blieb dies vielen Verfassern unbewußt, so daß sie in zahlreichen Fällen einer petitio principii zum Opfer gefallen sind.

Nach dem Zweck, dem diese Untersuchungen dienen, kann man diese Arbeiten in zwei große Untergruppen aufteilen, nämlich die Gruppe der allgemein-statistischen Arbeiten und dann die der konjunktur-statistischen Arbeiten. Bei der ersten Gruppe erstrecken sich die Untersuchungen entweder auf die Kapitalisierungszinssätze und die Renditen der Aktien — also auf den „Zins" als Preisbestimmungsfaktor —, wie dies bei der Arbeit von Gärtner[3]) der Fall ist, — oder — die Untersuchungen haben die Fragestellung der Börsen-Enquete-Kommission vom Jahre 1892 93 nach dem Einfluß der Geschäftsform (Termin- oder Kassageschäft) auf die Kursbildung zur Grundlage. Hierfür wollen wir die Arbeit von Bachmann[4]) als typisch anführen. Bei den konjunktur-statistischen Arbeiten wollen wir mit Christodulopulos[5]) ökonomisch-symptomatische Arbeiten von den quantitativ-statistischen Arbeiten unterscheiden. Als typisch für die erste Gruppe dürfen wir die Arbeiten von Dessier[6]) ansehen. Zu der Gruppe der quantitativ-statistischen Arbeiten zählen vor allem die zahlreichen amerikanischen Untersuchungen, besonders die des Harvard University Committee on Economic Research und die von ihm angeregten Arbeiten. Ebenso zählen hierher die Untersuchungen unseres Berliner Instituts für Konjunkturforschung. Wir verzichten hier an dieser Stelle auf eine nähere Betrachtung, da wir weiter unten darauf ausführlich zu sprechen kommen.

Wenn Christodulopulos[7]) — den wir ebenfalls zu den konjunktur-statistischen Forschern zählen müssen — eben diesen konjunktur-statistischen Forschungen zum Vorwurf macht, daß sie sich von der theoretischen Seite der Fragestellung allzuweit entfernt hätten und auch ihre Untersuchungen ungenügend theoretisch unterbaut seien, weshalb sie nicht in der Lage seien, „die vielfältigen Beziehungen der Aktienkurse zu erklären", so kann man ihm nur beistimmen. Auch seiner Einschränkung, daß trotzdem diesen Untersuchungen ein „gewisser empirischer und systematischer Wert" natürlich nicht abzusprechen sei, kann zugestimmt werden.

Der Hauptmangel, den diese ersten konjunktur-statistischen Arbeiten besitzen, ist der, daß man sich mit der Herausarbeitung gewisser äußerlicher Kennzeichen bei der zeitlichen Aufeinanderfolge der Konjunkturschwankungen auf den verschiedenen Märkten begnügte. Eine kausale Verknüpfung entdeckte man erst verhältnismäßig spät, um dann gleich in das andere

[3]) F. Gärtner: Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen; in: Annalen des Deutschen Reichs, Jahrgang 1886, S. 285 ff. Hier wären auch noch die Arbeiten von: Wagon, Albert, Körösy, Moll — um nur die hauptsächlichsten zu nennen — zu erwähnen. Vergl. hierzu auch das Literaturverzeichnis: I.

[4]) H. Bachmann: Die Effektenspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsen-Enquete; in: Zeitschrift für schweizerische Statistik, 34. Jg., Bern, 1898. Außerdem müssen hier die „Denkschrift des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiersgewerbes" sowie die Materialien und graphischen Darstellungen, die der Börsen-Enquete-Kommission vom Jahre 1892/93 zur Verfügung standen, erwähnt werden.

[5]) P. Christodulopulos: Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse; in Allgemeines Statistisches Archiv, Band 20, Jena, 1930, Seite 226.

[6]) J. Dessirier: La prévision statistique des mouvements des valeurs de bourse; in: Journal de la Société de Statistique de Paris, Nr. 5 (Mai), 69. Jahrgang, Nancy-Paris-Straßburg, 1928; sowie auch die späteren Arbeiten desselben (siehe Literaturverzeichnis).

[7]) a. a. O. Seite 243.

Extrem zu geraten. Jetzt genügte auf einmal eine einfache Kausalverknüpfung nicht mehr. Gestützt auf die sich immer mehr verfeinernden Methoden der mathematischen Statistik, glaubte man ganz bestimmten Funktionalzusammenhängen auf die Spur gekommen zu sein. Doch darauf kommen wir noch in anderem Zusammenhang zurück.

Allen diesen statistischen Arbeiten ist jedenfalls eines gemeinsam, daß sie sich ganz überwiegend der induktiven Schlußweise bedienen. Sie schließen, von einem Besonderen ausgehend (hier in diesem Falle: ihrem Zahlenmaterial), auf das Allgemeine (in vorliegendem Falle: die Preisbestimmungsfaktoren). Man sagte sich, was für den untersuchten Zeitabschnitt und die ausgesuchten wenigen Werte gilt, muß auch für die übrigen Zeitabschnitte und die übrigen Werte Geltung haben. Hier tritt die ganze Schwäche dieser Schlußweise offen zu Tage. Diese Arbeiten stehen und fallen mit der Güte des Zahlenmaterials, d. h. vor allem der richtigen Auswahl desselben und der richtigen Wahl des zu untersuchenden Zeitabschnitts. Gerade hierbei sind aber erhebliche Fehler gemacht worden. So hat man z. B. Nachkriegskurse (darunter Inflationskurse) mit Vorkriegskursen in Vergleich gesetzt. Von einem solchen höchst mangelhaften Zahlenmaterial ausgehend, war man zu gänzlich unstatthaften Verallgemeinerungen geschritten. Solche Irrtümer wären den verschiedenen Verfassern nicht unterlaufen, wenn sie, auf einem soliden, theoretischen Unterbau fußend, an ihre Untersuchungen herangetreten wären.

B. Die überwiegend thoretischen Arbeiten.

Diese teilen wir in drei Gruppen ein. Die erste Gruppe von Verfassern glaubt den Preisbildungsvorgang am Aktienmarkt mit der Herausstellung des automatisch ablaufenden Mechanismus von Angebot und Nachfrage schon genügend erklärt zu haben. Die zweite Gruppe hingegen begnügt sich mit dieser „Erklärung" keineswegs. Sie versucht die Kausalzusammenhänge bloßzulegen. Die dritte Gruppe glaubt sogar gewisse Funktionalzusammenhänge entdeckt zu haben.

Bei einer näheren Betrachtung der zur ersten Gruppe gehörenden Verfasser muß festgestellt werden, daß ihre Problemstellung erst mit dem Vorhandensein von Angebot und Nachfrage beginnt. Sie untersuchen keineswegs, wie das Angebot und die Nachfrage zustande kommen, sondern ihre Untersuchungen setzen erst in dem Augenblick ein, nachdem das Angebot und die Nachfrage als solche schon auf der Börse in Erscheinung getreten sind. Kennzeichnend für diese Richtung sind folgende Ausführungen[8]): „Der Börsenpreis hat nichts mit dem inneren Wert eines Papiers zu tun, er gibt lediglich[14]) das Verhältnis von Angebot und Nachfrage wieder." Doch schon auf der nächsten Seite muß er einräumen[9]): „In Wirklichkeit wird der Kurs nicht nur allein durch die Marktlage[14]) bestimmt. Er wird von politischen und wirtschaftlichen Ereignissen beeinflußt. Ministerkrisen, innere Unruhen, Kriegsgefahr, der Ausfall der Ernte, die Höhe der Getreidepreise, die Lage des Geldmarktes usw., sowie auch künstliche Eingriffe seitens der Hochfinanz und Börsengerüchte wirken auf das Steigen und Fallen der Kurse ein. Von Einfluß auf die Kurse von Aktien sind ferner: Höhe der Dividenden, Erhöhung des Aktienkapitals, die Preise der betreffenden Erzeugnisse, Wechsel der Leitung, Verschmelzung mit anderen Gesellschaften."

Mit voller Absicht wurde der ganze Katalog von Faktoren hier wiedergegeben, um einmal dieses wahllose Durcheinanderwerfen von wichtigen und unwichtigen Faktoren herauszustellen. Besonders auffallend ist daran, daß Wagner so ganz am Schlusse seines Katalogs erst „entdeckt", daß auch die Höhe der Dividende (ein grundlegender Hauptfaktor, wie wir später sehen werden) von Einfluß sein könnte. Dabei soll hier nicht so sehr die unrichtige Bewertung von Einzelfaktoren der Preisbildung hervorgehoben werden, als vielmehr die völlig falsche Problemstellung.

Diesem Mangel begegnet man bei allen älteren Arbeiten, was nicht weiter verwunderlich ist, da die subjektive Preislehre und besonders die Grenznutzenlehre sich nur sehr langsam auf diesem Gebiete zur Geltung bringen konnte. Umsomehr muß man aber einen solchen Rückfall in die alte Preislehre bei zahlreichen modernen Autoren bedauern. So hält Schneider[10]) den Preisstand am Aktienmarkt für „nichts anderes als einen Ausdruck für die Verhältnismäßigkeit von Angebot und Nachfrage." Natürlich ist er dies auch, aber nur neben vielem anderen. In einer früheren Arbeit[11]) nennt er zwei Faktoren: Angebot/Nachfrage und die

[8]) F. Wagner: Kapitalanlage in Wertpapieren, Leipzig, 1915, Seite 22.
[9]) a. a. O., Seite 23.
[10]) H. Schneider: Die Voraussage der Effektenkurse in der Vor- und Nachkriegszeit; in: Heft 6 der „Bankwissenschaft" 5. Jahrgang, Berlin, 1928/29, Seite 215 unten, Seite 216 ff., ebenso Seite 227.
[11]) Zur Prognose der Aktienkurse. In Heft 1 der Bankwissenschaft, 4. Jahrgang, Berlin 1927/28, Seite 50.

„vertrauensmäßige Diskontierung". Man ersieht schon hieraus, daß Schneider anscheinend selbst seine Erklärung des Preisstandes am Effektenmarkt — nur aus der Marktlage heraus — als unzureichend empfand; denn sonst hätte er ja nicht noch den neuen Faktor „vertrauensmäßige Diskontierung" eingeführt. Was er übrigens darunter verstanden haben will, verschweigt er. In einer späteren Arbeit[12]) scheint er auch diesen Standpunkt wieder aufgegeben zu haben, denn nun nennt er neben dem Marktwert (Angebot und Nachfrage, Marktlage) auch noch den Substanz- und Ertragswert („innerer Wert" bezw. „Wert" überhaupt). Auch ein anderer Autor[13]) fällt trotz seiner eigenen Warnung, daß man sorgfältig zwischen der „Technik der Kursnotierung und den Grundlagen der Kursnotierung"[14]) unterscheiden müsse, diesem Irrtum zum Opfer, da er den Begriff „Technik" eben sehr eng faßt. Er führt aus: „Der Marktpreis für fungible Waren[15]) hingegen schließt jede Qualitätswertung durch den Käufer oder Verkäufer aus. Bei seiner Bestimmung wirkt lediglich die Quantität des Angebots und der Nachfrage mit."[14]) Dann sieht er sich aber in einem Nachsatze doch gezwungen, folgendes einzuräumen: „Gleichwohl ist auch die Bildung des Kurses wie jede andere Preisbildung nicht bloß ein mechanischer, sondern auch ein psychologischer Vorgang. Denn davon, wie (!) die Käufer und Verkäufer die Relation von Angebot und Nachfrage, die auf dem Markte auftritt, werten (!), hängt für das Niveau des Preises ebenso viel (!!!) ab, wie von der Beurteilung spezieller oder allgemeiner Vorgänge oder Verhältnisse, durch die unter Umständen Angebot und Nachfrage erst zustande kommen oder vermehrt oder vermindert werden".[14]) Entweder schließt der Marktpreis „jede Qualitätswertung durch den Käufer und Verkäufer aus" oder eben nicht. Beides kann unmöglich gleichzeitig richtig sein[16]). Auch dieses Beispiel zeigt wieder ganz eindeutig das Unvermögen der alten Preislehre[17]), das Preisphänomen am Effektenmarkt auf einen einheitlichen Nenner zu bringen oder sonst eine wirklich befriedigende Erklärung zu geben.

Auch Coper[18]) hält es für „unwesentlich, zu wissen, was dem Angebot und der Nachfrage zugrunde liegt: ob individuelle, innere Bestimmgründe oder allgemeine, äußere". Er ist der Ansicht, daß, wenn die Effekten an keiner Börse gehandelt werden, die „inneren Ursachen" die Höhe des Preises bestimmen. Sobald sie aber an die Börse gebracht werden, „sind das Bestimmende in ihrer Preisbildung nicht mehr vorwiegend wirtschaftliche Kräfte, die von den Effekten selbst, sondern wirtschaftliche Kräfte, die von den Konkurrenten ausgehen, also Engagementsverhältnisse, d. h. quantitative, in Bezug auf Effekten gesehen: äußere Momente[18])." Auch hier haben wir es also wieder mit der gleichen Verkennung der Problemstellung zu tun. Diese verführt denn auch Coper[19]) zu einem vollkommen unberechtigten Angriff auf Prion[20]), der ganz mit Recht nur dann eine Preisbildung als „richtig" bezeichnet, „wenn sie sich dem wirklichen Wert der Aktien anpaßt und die Veränderung desselben in allmählicher Weise andeutet und mitmacht[20])." Für Coper hingegen ist jeder formal (markt- und kurstechnisch) richtig zustande gekommene Kurs auch schon ein „richtiger" Kurs. „Eine Betrachtung der Kursbildung an der Effektenbörse . . . hat sich auch nicht (!) dafür zu interessieren . . ., wodurch die Veränderung der Kurse hervorgerufen wird, ob etwa durch Einflüsse des Geldmarktes, des inneren Wertes der Effekten (!) oder andere Einflüsse wirtschaftlicher, politischer oder psychologischer Art, oder schließlich durch Manipulationen (!)"[21]); sondern sie hat nach Coper nur unter börsentechnischen Gesichtspunkten zu erfolgen. Für Coper und mit ihm eine ganze Reihe anderer Autoren gibt es also überhaupt kein Preisbildungsproblem, sondern bestenfalls ein Kursfeststellungsproblem! Es soll hier ausdrücklich betont werden, daß es sich bei dem Kursfeststellungsproblem nur um ein Teilproblem des viel umfassenderen Preisbildungsproblems handelt.

12) Börsenindices, ihre Methoden, ihr Erkenntniswert. In Heft 2, 3 und 11 des 4. Jahrgangs der Bankwissenschaft, Berlin, 1927/28, Seite 50.
13) Artikel: „Kursbildung" im Handwörterbuch des Bankwesens, Berlin 1933.
14) Sperrung von uns.
15) Der Verfasser spricht zwar zunächst nur von den Warenbörsen, sagt aber ausdrücklich, daß dies ebenso für die Effektenbörsen gilt.
16) Zu seinem Irrtum mag vor allem wesentlich beigetragen haben, daß er bei seinen Überlegungen zunächst von der Warenbörse ausgegangen ist und diese Gedankengänge nun einfach auf den Effektenmarkt übertragen hat.
17) mit ihrer mangelhaften Unterscheidung zwischen „Wert" und „Preis".
18) Die Kursbildung an der Effektenbörse, Diss. Berlin 1931, Seite 10.
19) a. a. O. Seite 11 oben.
20) W. Prion: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, München und Leipzig, 2. Aufl. 1929, Seite 177 (von Coper ist die erste Aufl. v. 1910, Seite 104 zitiert).
21) Coper, a. a. O., Seite 12.

Die zweite Gruppe von Verfassern begnügt sich nicht damit —im Gegensatz zu den oben angeführten Autoren —, nur die Engagement- und Marktverhältnisse als einzige wirksame Faktorengruppe anzusehen, sondern sie versucht tiefer zu schürfen. Dabei gelangen sie zu dem Ergebnis, daß das reine Quantitätsverhältnis von Angebot und Nachfrage niemals als preisbestimmend angesehen werden kann, sondern daß man versuchen muß, die hinter dem Angebot und der Nachfrage vermuteten Kräfte zu analysieren. Hier verdient besonders Prion genannt zu werden. In seinem bereits genannten, 1910 erstmals erschienenen Buche: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse[22]) weist er als erster auf einen Kausalzusammenhang der verschiedenen Faktoren hin und schafft gleichzeitig die erste umfassende Systematik. Alle folgenden Arbeiten stützen sich mehr oder minder auf diese Arbeit. U. a. auch die von Kalveram[23]), der eine Verbesserung der Systematik bringt, sowie die Arbeiten von R. Schmidt, Freude, Horwitz, von Nell-Breuning, Amrhein, Klebba, Pook, Kronenberger[24]), die entweder bestimmte andere Zeitabschnitte wie die Kriegszeit, die Inflations- und Nachinflationszeit untersuchen, oder wie die Arbeiten von F. Schmidt[25]) und Stölting[26]) besondere Spezialprobleme behandeln. Da diese Arbeiten im Verlaufe der weiteren Untersuchungen noch eingehender behandelt werden, kann hier auf eine nähere Charakterisierung verzichtet werden.

Mit der jetzt zu behandelnden dritten Gruppe wollen wir zugleich unseren literarischen Überblick schließen. Diese Gruppe setzt sich fast ausnahmslos aus Konjunkturtheoretikern zusammen. Beginnen wir mit den amerikanischen Untersuchungen. Hier ist zunächst die Arbeit von Karl G. Karsten[27]) zu nennen, der sich an die von Charles N. Edge entwickelte „Quadrature Theory of Economics" anlehnt. Er glaubt die Grundsätze der Integralrechnung auf das ökonomische Gebiet anwenden zu können. Wenn zwei zu untersuchende Kurven sich so bewegen, daß die Schwankungen der einen Kurve den Schwankungen der (mit Hilfe der für die andere Kurve angegebenen Daten errechneten) Integralkurve entsprechen, so stehen sie nach Edge im Quadraturzusammenhang miteinander. Die „Quadrature Theory of Economics" nimmt also an, daß die „statistischen Wirtschaftsreihen bei geeigneter Bearbeitung dieselben Beziehungen aufweisen, und daß man infolgedessen annehmen kann, daß die darin zum Ausdruck kommenden Wirtschaftsvorgänge in solchem Quadraturzusammenhang stehen"[28]); ferner „daß die Reihenfolge zwischen den Konjunkturbewegungen der verschiedenen empirischen Wirtschaftsreihen eine Funktion[29]) der Perioden des Konjunkturzyklus ist[28]. Karsten ist denn auch der Meinung, einen solchen Funktionalzusammenhang zwischen den Kurven des Aktienmarktes[30]) und denen des Warenmarktes entdeckt zu haben. Auch R. Owens und Ch. Hardy[31]) gingen ursprünglich bei ihren Untersuchungen darauf aus, einen Funktionalzusammenhang zwischen den Zinssatz- und den Aktienkursbewegungen festzulegen. Da aber bei ihren Untersuchungen die von ihnen angewandte Korrelationsrechnung keine vollkommen einwandfreien Resultate lieferte, waren sie gezwungen einzuräumen, daß ein solcher Funktionalzusammenhang nicht bestehen könne, sondern daß der Zinssatz eben nur einer unter vielen anderen Faktoren ist, die die Aktienkurse beeinflussen. In gewissem Sinne gehören hierher auch die Untersuchungen des Harvard University Committee on Economic Research (in Zukunft hier nur als „Harvard" bezeichnet), sowie die Untersuchungen unseres Berliner Instituts für Konjunkturforschung. Bereits genannt haben wir die Arbeit von

22) 2. Aufl. 1929, in München und Leipzig erschienen. Vgl. hierzu auch die übrigen Angaben im Literaturverzeichnis.
23) Die Preisbildung am Aktienmarkt; in: Bankwissenschaft, Heft 3, 9. Jahrgang, Berlin 1932. Ebenso in dem noch früheren Artikel „Kurs" im Handwörterbuch des Kaufmanns, Bd. III, Hamburg. Berlin, 1925.
24) Vgl. das Literaturverzeichnis hierzu.
25) Zur Preisbildung an der Effektenbörse; in: Zeitschrift für Sozialwissenschaft, Neue Folge, IX. Jahrgang, Leipzig 1918 und „Die Effektenbörse und ihre Geschäfte", Leipzig 1921, wo sich der Verfasser bewußt auf die markt- und kurstechnischen Faktoren beschränkt, sowie besonders die Einflüsse der Spekulation auf die Preisbildung untersucht.
26) Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und der Börsenkurs der Aktien; Frankfurter Diss. 1930, Bochum 1930.
27) The Harvard Businеß Indexes — A new Interpretation; in Journal of the American Statistical Association, Vol. XXI, Nr. 156 vom Dez. New York 1926.
28) Christodulopulos: Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse; in Allg. Stat. Archiv, Bd. 20, Jena 1930, Seite 229.
29) Sperrung von uns.
30) Eigentlich untersucht Karsten ja die „Spekulationskurve des Harvard Committee", in der auch noch außerdem die fest verzinslichen Papiere enthalten sind.
31) Interest Rates and Stockes Speculation — A Study of the Influence of the Money Market on the Stock Market, London 1925, ebenso 2. Aufl. Washington 1930.

Christodulopulos[28]). Dann müssen wir vor allem die Arbeit von O. Donner[32]) hierher rechnen, die weitaus die theoretisch am besten fundierte Arbeit dieser Gruppe ist. Donner hütet sich wohl, von Funktionalzusammenhängen zu sprechen[33]), stützt sich aber praktisch bei all seinen Analysen auf diese Voraussetzung. Weiter müssen wir hier die zahlreichen amerikanischen „Busineß Forecasting Organisations" erwähnen, die sich ebenfalls der modernsten mathematischen Methoden bedienen, jedoch (im Gegensatz z. B. zur Donnerschen Arbeit) durch einen mehr als mangelhaften theoretischen Unterbau auszeichnen.

Es dürfte an dieser Stelle wohl angebracht sein, daß man einige Worte über den Wert der mathematischen Statistik hier sagt. Gerade in letzter Zeit erfreuen sich die mathematischen Methoden, und besonders die Korrelationsanalyse, einer so großen Beliebtheit bei manchen Autoren, die geradezu glauben, alles damit „beweisen" zu können, so daß wir uns gezwungen sehen, eine anerkannte Autorität auf diesem Gebiete zu zitieren. A. Tschuprow[34]), einer der stärksten Verfechter der Korrelationstheorie, führt in dem unten genannten Werke, nachdem er erst auf die Vorzüge der Korrelationsrechnung sehr eingehend hingewiesen hat, folgendes aus: „Hieraus darf selbstverständlich n i c h t gefolgert werden, daß es genügt, nach den bekannten Formeln Korrelationsverhältnisse, Korrelationskoeffizienten usw. serienweise zu kalkulieren, um t i e f e r e Einsicht in die in Betracht kommenden Zusammenhänge zu erlangen. Ein schablonenhaft-mechanisches Zurückgreifen auf fertige Rezepte führt zu einer u n p r o d u k t i v e n Z e i t - u n d K r a f t v e r s c h w e n d u n g und zur Anhäufung von Zahlenwerten, welche w e n i g g e e i g n e t sind, unser Wissen w e s e n t l i c h z u b e r e i c h e r n."[35]) Dem haben wir nichts hinzuzufügen. Bezeichnend ist auch, daß selbst W. C. Mitchell, einer der bedeutendsten amerikanischen Statistiker, in seinem Hauptwerke[36]) gänzlich auf die Anwendung mathematischer Verfahren verzichtet, und alle seine Schlüsse lediglich auf die Betrachtungen von Tabellen und graphischen Darstellungen stützt. In der vorliegenden Arbeit wird ebenfalls das gleiche Verfahren angewandt.

III. Die Methode.

A. Die empirisch-statistische Methode.

Bei der Anwendung der empirisch-statistischen Methode ist die Beschaffung eines ausreichenden Zahlenmaterials durchaus nicht die einzige Schwierigkeit, sondern auch die Aufbereitung desselben muß mit genügender Sorgfalt vorgenommen werden, wenn sich nicht neue Fehlerquellen daraus ergeben sollen. Besonders über die Aufbereitung des Zahlenmaterials müssen wir hier noch einige Worte vorausschicken. Es wäre selbstverständlich eine äußerst mühselige und technisch beinahe unlösbare Aufgabe, alle Kurse von sämtlichen Papieren mit allen ihren Veränderungen von Tag zu Tag graphisch darzustellen. Man muß da schon eine gewisse Auswahl treffen. Selbstverständlich wird man die unbedeutenderen und selten notierten Werte weglassen. Aber schon bei der Frage, ob man Einheitskurse oder variable Kurse (und hier wieder Erst- und Schlußkurse oder Durchschnittswerte) zugrunde legen soll, kann man verschiedener Meinung sein. Diese Schwierigkeiten nehmen immer mehr zu bei der Berechnung von Mittelwerten und Relativzahlen. Ganz strittig wird das Problem bei der Konstruktion von Indices. Vielfach pflegt man sich n i c h t mit der notwendigen Sorgfalt den verschiedenartigen Charakter und damit den unterschiedlichen Erkenntniswert der zu verwendenden Indices klarzumachen, obwohl hiervon zum allergrößten Teil die Eignung und vor allem die B e w e i s k r a f t des betreffenden Index abhängig ist. Um zu verdeutlichen, wohin wir mit unserem Einwand zielen, bilden wir ein Beispiel[37]). Die Aktien von drei verschiedenen Gesellschaften (A, B und C) der gleichen Branche mögen an drei verschiedenen Börsentagen wie folgt notieren:

32) Die Kursbildung am Aktienmarkt. Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten; Sonderheft 36 der Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung, Berlin 1934.
33) A. a. O., Seite 12, versieht er diese Überschrift mit einem Fragezeichen!
34) Grundbegriffe und Grundprobleme der Korrelationstheorie Leipzig-Berlin, 1925, Seite 122.
35) Sperrung von uns.
36) Busineß Cycles, Leipzig 1913; Der Konjunkturzyklus, Problem und Problemstellung (deutsch von Dr. Altschul). Leipzig 1931, das selbst Tschuprow, a. a. O., Seite 113, als die gründlichste Untersuchung auf diesem Gebiete anerkennen muß.
37) Vgl. hierzu auch die Ausführungen von H. Schneider: Börsenindices, ihre Methoden, ihr Erkenntniswert; in Bankwissenschaft, 4. Jahrgang, Heft 2, 3 und 11, sowie auch R. Schmidt: Die Deutsche Effektenbörse von 1923 bis 1925, Diss. Frankfurt 1929, wo auch auf Seite 8 ff. ein ähnliches Beispiel durchgerechnet ist.

	1. Stichtag	2. Stichtag	3. Stichtag
Wert A:	600 %	450 %	450 %
Wert B:	150 %	225 %	175 %
Wert C:	20 %	30 %	60 %

Absichtlich wurden in diesem Beispiel sehr krasse Kursunterschiede gewählt, um den verschiedenen Charakter und die unterschiedliche Bedeutung der hieraus errechneten Mittelwerte und Relativzahlen besser hervortreten zu lassen. Nimmt man z. B. den ersten Stichtag als Basis an, so sieht der Index I folgendermaßen aus:

	1. Stichtag	2. Stichtag	3. Stichtag
Wert A:	600 %	450 %	450 %
Wert B:	150 %	225 %	175 %
Wert C:	20 %	30 %	60 %
	770 %	705 %	685 %
Index I:	100 % (Basis)	91,55 %	88,96 %

Trotzdem am 2. Stichtag nur der Wert A um 25 % seines Wertes zurückgeht, die beiden übrigen Werte aber um jeweils 50 % steigen, fällt der Index. Ebenso geht der Index am 3. Stichtag zurück, obwohl der Wert C um 100 % steigt, der Wert A unverändert bleibt und nur der Wert B sich um 22,23 % senkt, man also ein Steigen des Index erwartet hätte. Dies hat seinen Grund darin, daß das Fallen des Wertes A am zweiten Stichtag um 25 % seines Wertes in Kursprozenten (Punkten) ausgedrückt gleich 150 Punkte ausmacht, während das 50prozentige Steigen des Wertes B nur 75 Punkte und beim Wert C gar nur 10 Punkte ausmacht, also insgesamt einem Plus von 85 Punkten ein Minus von 150 Punkten gegenübersteht. Ebenso steht am dritten Stichtage dem Plus von 30 Punkten des Wertes C ein Minus von 50 Punkten gegenüber, während der Wert A unverändert bleibt. So ist das Fallen des Index ganz natürlich, denn in ihm kommt ja nicht die prozentuale Veränderung der Einzelwerte, sondern nur die der Summen zur Basis, d. h. zum ersten Stichtag, zum Ausdruck. Dieses Bild ändert sich jedoch sofort, wenn wir die prozentualen Veränderungen der Einzelwerte zum Stichtage darstellen:

	1. Stichtag	2. Stichtag	3. Stichtag
Wert A:	100 %	75 %	75 %
Wert B:	100 %	150 %	116,67 %
Wert C:	100 %	150 %	300 %
	300 %	375 %	491,67 %
Index II:	100 % (Basis)	125 %	163,88 %

Das Ergebnis ist nun ein zweimaliges Steigen dieses Index an Stelle des zweimaligen Fallens gegenüber dem Index I. Wie erklärt sich dieser Widerspruch? Sehr einfach! Der Index I ist eine Darstellung der prozentualen Veränderung der Endsummenwerte zur Basis, während der Index II eine Darstellung der Einzelwerte zur Basis wiedergibt. Man muß sich also, wie man sieht, sehr sorgfältig überlegen, was ein so oder so konstruierter Index eigentlich aussagt. Versieht man den Index II noch mit Gewichten, z. B., wie es meist üblich ist, unter Heranziehung des Aktienkapitals, so erhält man wiederum ganz neue Werte. Der Index III sieht dann, bei Annahme eines Aktienkapitals von einer Million Reichsmark der Gesellschaft A, drei Millionen Reichsmark der Gesellschaft B und zehn Millionen Reichsmark der Gesellschaft C folgendermaßen aus:

	1. Stichtag	2. Stichtag	3. Stichtag
Wert A:	100 Millionen	75 Millionen	75 Millionen
Wert B:	300 „	450 „	350 „
Wert C:	1000 „	1500 „	3000 „
	1400 Millionen	2025 Millionen	3425 Millionen
Index III:	100 % (Basis)	144,64 %	244,64 %

Versieht man nun auch den Index I mit diesen Gewichten, so erhält man wiederum ein anderes Bild:

	1. Stichtag	2. Stichtag	3. Stichtag
Wert A:	600 Millionen	450 Millionen	450 Millionen
Wert B:	450 „	675 „	525 „
Wert C:	200 „	300 „	600 „
	1250 Millionen	1425 Millionen	1575 Millionen
Index IV:	100 % (Basis)	114 %	126 %

Man sieht also, daß man aus ein und denselben Grundwerten, den gleichen Ursprungszahlen, bei Verwendung von vier verschiedenen Konstruktionsmethoden auch vier untereinander gänzlich verschiedene Indices erhält. Nun kann man einwenden, daß die Zahlenwerte stark übertrieben sind. Natürlich, aber dies ist ohne Belang hierfür, weil es in unserem Beispiel nur auf ein möglichst deutliches Herausstellen der Verschiedenartigkeit der Ergebnisse ankam. Ebenso ergeht es dem Einwand, daß bei nur drei Werten sich niemals das „Gesetz der großen Zahl" auswirken könne. Auch das kann man einräumen; doch auch in der Praxis gibt es eine ganze Anzahl von Indices, die ebenso über kaum viel mehr Werte verfügen. So gibt es eine ganze Reihe von Indices, die sich auf nur 6 bis 10 Werte aufbauen (z. B. in USA.; aber auch bei uns viele, insbesondere ältere Zeitungsindices, ja selbst ein früher vom Berliner Institut für Konjunkturforschung errechneter Kursindex stützt sich auf nur 10 Werte). Alle diese Indices müßten sich ebenso einen solchen Einwand gefallen lassen. Aber diese Einwände treffen gar nicht den Kern unserer Ausführungen. Denn man darf auch nicht die Bedeutung des Gesetzes der großen Zahl überschätzen. Bei einer genügend großen Anzahl von Werten werden zwar die Ergebnisse keine so krassen Unterschiede mehr aufweisen, aber — ändert sich deshalb etwas an dem logischen Charakter der so unterschiedlich aufgebauten Indices? Auch die Aufteilung eines Gesamtindex in Gruppenindices (meist Branchenindices) ändert hieran nichts. Denn wie oft kann man, selbst in der gleichen Branche, Kursrelationen feststellen, die sogar noch unsere — wie es den Anschein hatte — reichlich große (und absichtlich übertriebene) Relation (unser Wert „A" stellt das 30fache des Wertes C dar) noch übertreffen[88].) Eine Veränderung unseres Wertes A um nur 10 % seines Wertes z. B. nach oben — macht schon allein 60 Punkte aus. Um einen gleichen Einfluß auf den Index I z. B. auszuüben, müßte der Wert C nach unserem Beispiel um 300 % seines Wertes steigen, denn einmal entsprechen die gleichen 60 Punkte einer Wertänderung von nur 10 % bei dem Wert A, dann aber um 300 % bei Wert C. Bei einer solch großen Verschiedenartigkeit der Zahlen kommt man mit dem Index II (Einzelrelativzahl) dem Ziel schon näher. Ebenso erweist sich eine Gewichtung wie beim Index IV als zweckmäßig. Hingegen bei einer Verbindung von Gewichtung und Einzelrelativzahlen, wie sie z. B. bei dem Index III durchgeführt ist, kommt man wieder zu einem weniger guten Ergebnis. Dieses soeben von uns durchgeführte Zahlenbeispiel zeigt recht eindringlich die ganze Problematik von „Zahlenbeweisen" mit ihren leider nur zu oft übersehenen Fehlerquellen. Ganz ähnlich verhält es sich auch mit den graphischen Darstellungen. Auch hier kommt man zu ganz unterschiedlichen Ergebnissen, je nachdem ob man z. B. Jahresdurchschnitte oder Monatsdurchschnitte zur Grundlage wählt. Denn die Angleichung der kapitalisierten Dividendenkurven an die Kurskurven ist bei der Darstellung von Jahresdurchschnittskursen und jährlicher Darstellung viel größer als bei monatlicher Darstellung.

Aber selbst die Wahl von Durchschnittskursen ist an sich schon problematisch. Denn ein aus Höchst- und Niedrigstkurs errechneter Durchschnittskurs braucht durchaus nicht ein Kurs zu sein, der in der Wirklichkeit überhaupt vorgekommen ist. Außerdem wird er höchstens nur zufällig gleichzeitig der häufigste Kurs sein. So werden diese so errechneten Durchschnittskurse recht häufig ein vollkommen schiefes Bild von der tatsächlichen Kursentwicklung geben. Und doch wird man sich entschließen müssen, in Ermangelung besseren Zahlenmaterials sie trotzdem zu verwenden. Nur muß man sich dann rechtzeitig an die Bedingtheit ihrer Be-

[88]) Wir erinnern hier nur an den Kursstand der Laurahütte im Jahre 1932 von 2¾ % gegenüber den weit über Pari stehenden Kursen der Roddergrube von 340 % (wohlbemerkt ist dies der Niedrigstkurs von 1932!) und des Eschweiler Bergwerksvereins von 159,25 % (ebenfalls dem Niedrigstkurs von 1932). Hier stellen also die A-Werte: Roddergrube und Eschweiler Bergwerksverein das 123,6-fache (!!!) bezw. das 57-fache anstelle des uns schon reichlich übertrieben vorkommenden 30fachen unseres Werteverhältnisses im Beispiel dar. Solche Beispiele lassen sich mühelos vermehren, besonders für die Jahre 1931/32.

weiskraft erinnern. Auf die Fehlerquellen, die bei der Darstellung und Anordnung der Dividendenkurven entstehen, kommen wir im Verlaufe unserer Ausführungen noch eingehend genug zu sprechen, so daß sich hier ein weiteres Eingehen darauf erübrigt. Aber eines müssen wir hier noch erwähnen, nämlich daß wir es ablehnen — nach einem echt amerikanischen Rezept — nun alle verfügbaren Statistiken (z. B. die Wagengestellung der Reichsbahn, die Konkursziffern, die Postscheckguthaben usf.) zum Aktienmarkt in Beziehung zu bringen, um nun daraus Regeln abzuleiten. Wie weit wir überhaupt diese Statistiken heranziehen wollen, darüber entscheidet allein die deduktive Methode, der wir damit also die Steuerung anvertrauen. Die empirisch-statistische Methode vermag dies nicht; sie kann uns aber dafür wieder andere sehr wertvolle Fingerzeige geben.

B. Die deduktive Methode.

Alle diejenigen Bestimmungsfaktoren, die uns die empirisch-statistische Methode aufdecken hilft, sind im Grunde genommen nicht die letzten eigentlichen Ursachen der Preisbildung. Die Aufgabe der empirisch-statistischen Methode ist es, uns eine Sammlung des gesamten, erreichbaren Zahlenmaterials in möglichst übersichtlicher und gedrängter Form zu geben. Darüber hinaus gibt sie uns durch die Bearbeitung des Zahlenmaterials unter gewissen Voraussetzungen auch manche neue Einblicke. Öfters stellt sie uns aber dabei vor Ergebnisse, bei denen wir nicht mehr unterscheiden können, welche Tatsachen nun die Ursachen, welche die Wirkungen sind. Hier greift nun die deduktive Methode ein. Ihre Aufgabe ist es, den gesamten Ursachenkomplex in seine einzelnen Faktoren zu zerlegen, ohne jedoch dabei den logischen Zusammenhang aus dem Auge zu verlieren. Dies ist aber gerade die große Schwierigkeit. Denn die Kurse sind nicht — worauf wir oben schon hingewiesen haben — einfach nur das mechanische Ergebnis von Quantitätsverhältnissen auf dem betreffenden Markt oder eine einfache Reaktion auf die Dividendenausschüttung oder etwa, wie die Börsianer und Praktiker annehmen, nur eine „Eskomptierung" der zukünftigen Gesamtentwicklung der betreffenden Gesellschaften, und am allerwenigsten sind sie eine einfache Funktion von ganz bestimmten Wirtschaftsvorgängen, wie es etwa gewisse amerikanische Untersuchungen entdeckt zu haben glauben. Nein, — vielmehr muß man die Kursbewegung als das Resultat einer Verbindung der verschiedensten Kausalreihen, einer unendlichen Fülle sich mischender, teils sich fördernder, teils sich kompensierender Einzelfaktoren ansehen. Jeder dieser Faktoren wirkt bei der Gestaltung des endgültigen Kursbildes mit und verschafft sich in ihm den seiner Bedeutung gemäßen Einfluß. Bei der Zerlegung des gesamten Ursachenkomplexes in seine Einzelfaktoren bedient man sich des Isolierverfahrens. Der jeweils zu untersuchende Faktor wird so behandelt, als ob er allein wirksam wäre, oder doch wenigstens die übrigen Faktoren nur von sehr geringer Bedeutung wären. Nun darf man aber keineswegs das so gefundene Resultat schon als richtig betrachten oder es gar verallgemeinern. Nein, gerade hier handelt es sich um eine der Hauptfehlerquellen. Das auf dem Wege des Isolierverfahrens gefundene Resultat muß nun wieder, Schritt für Schritt, in seinen komplizierten Marktzusammenhang und damit in die bunte Wirklichkeit des Lebens zurückversetzt werden. Dabei stößt man sofort wieder auf eine weitere Schwierigkeit, die darin besteht, daß man öfters die Entdeckung machen muß, daß der gleiche Faktor nicht zu allen Zeiten die gleichen Wirkungen auslöst, sondern daß der gleiche Faktor zu verschiedenen Zeiten (d. h. also: unter verschiedenen Umständen) auch verschiedene Wirkungen ausübt. Es braucht hier nur an die Rolle der Dividende erinnert zu werden, die z. B. in den Vorkriegsjahren eine Hauptrolle und im Gegensatz hierzu in der Inflationszeit und auch noch in den ersten Nachinflationsjahren nur eine sehr untergeordnete Rolle als Kursbestimmungsfaktor spielte. Aber nicht nur der Einzelfaktor ist Veränderungen unterworfen, sondern in einem noch viel höheren Maße ändert sich dauernd die Zusammensetzung (das Zusammenspiel) der einzelnen Kursbestimmungsfaktoren. Es ergeben sich hier je nach der Betrachtungsweise grundlegende Unterschiede. So ist es nicht gleichgültig, ob wir

[1]) Vgl. hierzu: E. Amrhein: Der deutsche Effektenmarkt in der Nachkriegszeit als Spiegel der wirtschaftlichen Gesamtlage; Diss. Frankfurt a. M. 1920.

[2]) Vgl.: E. Schmalenbach: Finanzierungen; 4. Aufl. Leipzig 1928, Seite 38; ebenso in der Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 1. Jahrgang, Seite 256, sowie die Aufsätze von Susat, Herrgen, Krüger und Umberg in derselben Zeitschrift, 1. Jahrgang, Seite 256, bezw. Seite 299, 3. Jahrgang, Seite 266, 5. Jahrgang, Seite 593, 16. Jahrgang, Seite 256, bzw. Seite 321.

1. den Gesamtaktienmarkt (d. h. das Aktienkursniveau als solches), oder
2. den Branchemarkt (z. B. die börsenmäßige Konjunkturempfindlichkeit einer bestimmten Branche), oder
3. den Einzelmarkt (z. B. die Marktgängigkeit der Aktien eines ganz bestimmten Unternehmens)

unseren Untersuchungen zugrunde legen werden, denn jedesmal kommen wir zu anderen Ergebnissen, d. h. zu einem anderen Mischungsverhältnis der Einzelfaktoren. Hierzu tritt dann noch außerdem die Differenzierung durch die zeitliche Betrachtungsweise, die von allergrößtem Einfluß auf den Geltungsbereich der Ergebnisse unserer Untersuchung ist. Dabei muß unterschieden werden zwischen

1. einer mehrjährigen Betrachtungsweise,
2. einer jährlichen Betrachtungsweise,
3. einer monatlichen bzw. wöchentlichen Betrachtungsweise und
4. einer ganz kurzfristigen Betrachtungsweise, z. B. der Kursveränderung von Tag zu Tag oder gar innerhalb desselben Tages noch.

Z. B. wird die Insider-Spekulation (hier wieder die Eigenspekulation der Börsenangestellten und der Banken) einen sehr beachtlichen Kursbestimmungsfaktor bei der Erklärung der Schwankungen innerhalb des gleichen Börsentages und vom Ende des einen zum Anfang des nächsten Börsentages abgeben. Doch schon bei der Erklärung der wöchentlichen oder gar der monatlichen Schwankungen können wir diesem Faktor nur noch einen sehr geringen Wirkungsgrad einräumen, der dann bei der jährlichen Betrachtungsweise nur noch in Ausnahmefällen sichtbar wird, um endlich bei einer mehrjährigen Betrachtungsweise vollkommen unterzugehen; das heißt bei der Erklärung des Kursverlaufs über viele Jahre oder gar Jahrzehnte hinweg ist ein Einfluß dieses Faktors überhaupt nicht mehr nachweisbar. Diese Erkenntnisse dienten als Grundlage für unser eigenes Einteilungsprinzip. So werden in dem ersten Teil der vorliegenden Arbeit zunächst die grundlegenden Faktoren zur Darstellung gebracht, die in drei Untergruppen zerfallen, nämlich:

1. die ökonomischen Hauptfaktoren,
2. die konjunkturellen Bestimmungsfaktoren,
3. die politischen Bestimmungsfaktoren.

Im zweiten Teil werden die mitbestimmenden Faktoren untersucht, die in folgende Untergruppen gegliedert sind:

1. die markttechnischen Faktoren,
2. die kurstechnischen Faktoren,
3. die personellen Faktoren und
4. die psychologischen Faktoren.

Nachdem nun so der Plan der Arbeit aufgezeigt ist, sei uns hier nur noch ein kleiner Hinweis auf die Begriffe: „Preis", „Kurs" und „Notiz" gestattet. Obwohl die Begriffe „Preis" und „Kurs" meistens als identische Begriffe gebraucht werden, konnten wir uns nicht zu einer solchen Gleichsetzung entschließen. Es erwies sich als zweckmäßig, von dem umfassenderen Begriff „Preis" auszugehen — so sprechen wir denn auch im Titel dieser Arbeit von Preisbestimmungsfaktoren, und nicht von Kursbestimmungsfaktoren, da für uns der Begriff „Preis" der primäre ist. Bei längerer Börsenschließung erzielen die Aktien trotzdem einen ganz gewissen Preis, obwohl es zu keiner Kursfeststellung kommt. Der „Kurs" einer Aktie ist also ihr durch den Markt (die Börse oder eine „Ersatzbörse") festgestellte Preis. Der Unterschied zwischen „Kurs" und „Notiz" ist nur ein rein technischer. Kommt nämlich an der Börse kein Kurs zustande, so spricht man von einer Strichnotiz, dieser „Nichtkurs" besitzt für den Fachmann trotzdem noch einen Aussagewert. Wir sahen uns zu dieser etwas sophistischen Unterscheidung deshalb gezwungen, um etwa gerade von dieser Seite kommenden Einwänden von vornherein die Spitze abzubiegen. Wir haben also jetzt im ganzen vier Begriffe auseinanderzuhalten, und zwar sind dies: „Wert", „Preis", „Kurs" und „Notiz", wobei der jeweils vorangehende Begriff der verursachende bzw. der übergeordnete ist. Wir geben uns nun der Hoffnung hin, damit dem Einwand einer unscharfen Begriffsbestimmung entgangen zu sein.

Erster Teil.

Die grundlegenden Faktoren.

1. Abschnitt: Die ökonomischen Hauptfaktoren.

Wie in der Einleitung bereits kurz dargelegt wurde, ist die subjektive Wert- und Preislehre der rote Faden, der sich durch alle folgenden Ausführungen hindurchzieht. Nur auf diesem Weg war es möglich, eine einheitliche Erklärung des Preisbildungsproblems am Aktienmarkt zu geben. Dabei dienten die verschiedenen Markterwägungen der beiden Marktparteien als Ausgangspunkt, deren gerade entgegengesetzte Willensstrebungen in einem fortwährenden Kampfe miteinander liegen. Die Interessen der Käufer verlangen nämlich einen möglichst niedrigen Preis, während den Interessen der Verkäufer nur mit einem möglichst hohen Preis gedient ist. Nun haben wir es aber bei den Markterwägungen der verschiedenen Marktparteien nicht ausschließlich nur mit subjektiven Wertvorstellungen zu tun, wie dies immer wieder behauptet wird; denn die subjektiven Nutzenschätzungen hängen durchaus nicht in der Luft, sondern sie knüpfen ganz im Gegenteil an einen durchaus realen Wertkern an. Was hat man nun unter diesem „objektiven Wertkern" zu verstehen, an dem sich die subjektiven Nutzenschätzungen zu orientieren haben? Zweckmäßig geht man dabei von dem Wesen der Aktien — d. h. also ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Konstruktion — aus. Eine Aktie stellt nun erstens einen ganz bestimmten prozentualen Anteil an einem lebenden Unternehmen dar. Weiter gewährt sie ein Anrecht auf eine bestimmte Quote des Liquidationserlöses beim Untergang des Unternehmens. Darüber hinaus sind an den Besitz der Aktie gewisse Herrschaftsrechte (wie das Mitbestimmungsrecht in der Generalversammlung, das Stimmrecht, das Recht zur Bestellung des Aufsichtsrates usw.) geknüpft, und schließlich das Wichtigste: die Aktie gewährt ihrem Besitzer einen Anspruch auf einen Teil des Erträgnisses der Gesellschaft. Alle diese Rechte zusammengenommen stellen — mit verschieden starkem Anteil untereinander — die Bewertungsgrundlage der Aktie dar, oder wie wir es auch nennen können, den „objektiven Wertkern", der natürlich seinerseits wieder einer subjektiven Wertschätzung unterliegt. Gerade mit der letzteren Schwierigkeit sind aber manche Autoren nicht ganz fertig geworden. Es ist nämlich von großer Bedeutung, ob man diesen objektiven Wertkern anerkennt oder nicht. Läßt man z. B. nur subjektive Faktoren gelten, so lassen sich gewisse Preisbildungsvorgänge überhaupt nicht oder doch nur recht „gekünstelt" erklären. Wie wir oben bereits anführten, wird der „objektive Wertkern" durch das Anteilsrecht am Vermögen der Gesellschaft sowie durch das Mitbestimmungsrecht und insbesondere durch das Recht der Teilnahme am Erträgnis der Gesellschaft bestimmt. Damit haben wir aber die am stärksten wirkenden Bestimmungsfaktoren der Preisbildung am Aktienmarkt bereits genannt. Jedem dieser Rechte muß demnach ein Preisbestimmungsfaktor von grundlegender Bedeutung entsprechen. Da die Mitbestimmungsrechte oder Herrschaftsrechte, wie etwa das Stimmrecht (man denke hier nur z. B. an die heftigen Majoritätskämpfe infolge eines starken Macht- und Geltungstriebs) zunächst auf ein Besitzrecht hinzielen, so wollen wir sie mit den Vermögensanteilsrechten zusammen, da sie ja beide zunächst an der „Substanz" interessiert sind, unter dem Begriff „substanzbedingte Faktoren" zusammenfassen. Diesen stellen wir dann die „ertragsbedingten Faktoren" gegenüber. Beide zusammen stellen die Bewertungsgrundlagen dar. Sie bilden jenen „objektiven Wertkern", auf den sich alle Berechnungen und Schätzungen, auf die Dauer gesehen, stützen müssen. Hierbei, nämlich bei der Berechnung bzw. der Abschätzung des Vermögenswertes (Bilanz-, Substanz- sowie Ertragswert) müssen wir uns ganz bestimmter Maßstäbe bedienen. Diese „Bewertungsmaßstäbe"[1]) sind der Zinsfuß und der Geldwert. Alle die mit ihnen zusammenhängenden Fragen haben wir unter dem Begriff „kreditbedingte Faktoren" zusammengefaßt. Nun steht aber keiner dieser Werte für alle Zeiten fest. So ändert sich sowohl der Vermögenswert (wie er in dem Bilanzwert, dem Substanzwert und dem Ertragswert einer Unternehmung zum Ausdruck kommt) gerade so wie auch der Zinsfuß (der Kapitalisierungszinsfuß und der ihm zugrunde liegende „landesübliche Zinsfuß, der Marktdiskont und auch die Geldzinssätze) und schließlich zu allem Überfluß ändert sich auch noch selbst der Geldwert. Verursacht werden diese Veränderungen einmal durch die jeweilige Konjunkturlage (diese Einflüsse untersuchen wir im zweiten Abschnitt), dann aber auch durch die allgemeine und besondere politische Lage, die wir im dritten Abschnitt zu behandeln haben werden. Bei der großen Fülle der sich untereinander bekämpfenden Faktoren darf man nicht erwarten, daß es überall gelingen wird, „Gesetze"

zu finden. Oft muß man sich schon glücklich schätzen, wenn überhaupt eine Regel gefunden wird. Aber selbst dort, wo dies nicht mehr möglich ist, soll wenigstens der Nachweis erbracht werden, aus welchen Gründen dort keine Regelmäßigkeit mehr erwartet werden durfte.

I. Die substanzbedingten Faktoren.

Um jedes Mißverständnis von vornherein auszuschalten, bemerken wir gleich, daß hier der Wert einer Aktie weder auf den Substanzwert allein noch aber auch allein auf die kapitalisierte Dividende zurückgeführt werden soll. Weder mit dem einen noch mit dem anderen Wert kommt man dem nahe, was im Börsenjargon als der „innere Wert“ einer Aktie bezeichnet wird. Dabei versteht jeder unter diesem „inneren Wert“ etwas anderes. Die einen glauben fälschlicherweise den „inneren Wert“ mit dem Bilanzwert einer Aktie gleichsetzen zu können. Andere wieder glauben, einen verbesserten Bilanzwert (etwa unter Berücksichtigung der stillen Reserven, des goodwill, des Geschäftswertes usw.), wie er etwa in dem Begriff „Substanzwert“ zum Ausdruck kommt, annehmen zu dürfen. Daneben wird dann aber — und zwar von der weitaus größten Anzahl der Börsianer — nach unserer Anschauung durchaus zu recht — unter dem „inneren Wert“ einer Aktie der „Substanzwert“ in Verbindung mit dem „Ertragswert“ der Aktie (gleich der kapitalisierten Dividende) verstanden. Ein so definierter „innerer Wert“ würde also unserem „objektiven Wertkern“ schon viel näherkommen.

Wir fragen uns also zunächst: Welches ist der Ausgangspunkt für die rechnerische Ermittlung des Aktienwertes? Wie wir oben bereits festgestellt haben, ist dies erstens der Vermögenswert (mit voller Absicht bedienen wir uns dieses neutralen Ausdruckes, solange wir noch nicht die Begriffe „Bilanzwert“ und „Substanzwert“ genügend geklärt haben), und zweitens der „Ertragswert“ der Aktie.

1. Der Bilanzwert der Aktie.

Dem Aktieninteressenten steht zur Ermittlung des Vermögenswertes seiner Aktie zunächst einmal die Bilanz der betreffenden Gesellschaft zur Verfügung. Wie ermittelt man nun praktisch den „Bilanzkurs“, so bezeichnet man nämlich in der Börsensprache den Bilanzwert einer Aktie? Bilden wir ein Beispiel. Die Bilanz der Gesellschaft A, die mit Gewinn abschließt, soll folgendes Aussehen haben:

Bilanz der Gesellschaft A

Aktiva	RM	Passiva	RM
Aktiva insgesamt	5 000 000.—	Aktienkapital	2 000 000.—
		Reserven I u. II zusammen	1 750 000.—
		Gewinn	250 000.—
		übrige Passiva	1 000 000.—
	5 000 000.—		5 000 000.—

Dann beträgt der Bilanzwert der Gesellschaft A in Prozenten ausgedrückt nach unserem Beispiel gleich 200 %, denn er ergibt sich aus folgender Berechnung:

$$\text{Bilanzwert A in \%} = \frac{2\,000\,000 + 1\,750\,000 + 250\,000}{2\,000\,000} \cdot 100 = 200\,\%$$

oder in Worten:

$$\text{Bilanzwert A in \%} = \frac{\text{Aktienkapital} + \text{Ref. I u. II} + \text{Gewinn}}{\text{Aktienkapital}} \quad 100$$

Handelt es sich aber um eine Gesellschaft mit Verlustabschluß, so ändert sich natürlich das Bild. Nehmen wir an, die Bilanz der Gesellschaft B habe folgendes Aussehen:

Bilanz der Gesellschaft B

Aktiva	RM	Passiva	RM
Aktiva insgesamt	4 000 000.—	Aktienkapital	2 000 000.—
Unterbilanz	1 000 000.—	alle übrigen Passiva zus. . .	3 000 000.—
	5 000 000.—		5 000 000.—

In diesem Falle beträgt der Bilanzwert der Gesellschaft B nur noch 50 %, denn er ergibt sich aus der folgenden Berechnung:

$$\text{Bilanzwert B in \%} = \frac{2\,000\,000 - 1\,000\,000}{2\,000\,000} \cdot 100 = 50\,\%$$

oder in Worten:

$$\text{Bilanzwert B in \%} = \frac{\text{Aktienkapital} - \text{Unterbilanz}}{\text{Aktienkapital}} \cdot 100$$

Entspricht nun dieser so errechnete Bilanzwert wirklich dem tatsächlichen Vermögenswert der Aktie? Und zeigt dieser so berechnete Bilanzwert tatsächlich den Gegenwert der einmal eingezahlten 1 000 Reichsmark (um als Beispiel die Tausendmark-Aktie zu wählen) an oder nicht? Eigentlich müßte er dies ja tun, wenn nämlich die Bilanz so klar und wahr wäre, wie sie eigentlich zu sein hätte. Aber gerade dies kann sie bei den heutigen Gepflogenheiten nicht sein. Die immateriellen Werte treten in der Bilanz überhaupt nicht oder doch so gut wie garnicht in Erscheinung. Es werden stille Reserven in großem Umfange gelegt. Die Bewertung — mit der eine jede Bilanz steht und fällt — ist oft eine sehr willkürliche und immer eine subjektive Angelegenheit. Aus allen diesen Gründen sahen sich also die Aktieninteressenten genötigt, nach einem besseren Werte Umschau zu halten. Ist nun aber der Bilanzwert bei den Ueberlegungen der Aktienerwerber und -verkäufer gänzlich belanglos? Nein, dies ist er — trotz seiner vielen ihm anhaftenden Mängel — durchaus nicht. Für alle Aktieninteressenten ist der Bilanzwert — neben der kapitalisierten Dividende natürlich — zunächst einmal das am bequemsten zu erreichende Auskunftsmittel. Auf ihm fußen sozusagen die übrigen Ueberlegungen. Ja, man kann wohl sagen, daß der Bilanzwert für den weitaus größten Teil des Börsenpublikums — immer wieder neben der kapitalisierten Dividende natürlich — nahezu die einzige Bewertungsgrundlage darstellt. Dies darf man nicht etwa nur darauf zurückführen, daß das große Publikum natürlich keinen Einblick in die Interna der in Frage kommenden Gesellschaften haben kann, sondern vielmehr darauf, daß die große Mehrzahl des Börsenpublikums einfach nicht über die notwendigen wirtschaftlichen Fachkenntnisse verfügt, um die auch ihm noch zur Verfügung stehenden Quellen richtig auswerten zu können. Diese stehen nun aber den besser informierten Börsianern zur Verfügung und in viel höherem Grade noch den „Eingeweihten" und erst recht natürlich dem „Insider". Welcher Art sind nun diese Hilfsquellen und auf welche Weise gelangen wir anstelle des den Vermögenswert nur mangelhaft widerspiegelnden Bilanzwertes zu dem diesen Wert besser wiedergebenden „Substanzwert" der Aktie?

2. Der Substanzwert der Aktie.

Wie wir schon oben ausführten, sind in dem Bilanzwert weder die stillen Reserven noch die immateriellen Werte, wie z. B. der Geschäftswert, der Firmenwert, der Wert der Kundschaftsbeziehung, der goodwill, der Organisationswert, der Wert gewisser Monopole oder der

Wert von wichtigen Patenten und Lizenzen enthalten. Da aber alle diese Werte von wesentlichem Einfluß für die Bewertung des Vermögenswertes einer Aktie sind, versucht man sie zu schätzen, bezw., soweit dies möglich ist, zu berechnen, und fügt sie in Prozenten ausgedrückt dem Bilanzwert der Aktie hinzu. Diesem so gefundenen neuen Wert wollen wir die Bezeichnung Substanzwert geben. Als Unterlage zu einer solchen Schätzung bezw. Berechnung dienen hier in erster Linie einmal die früheren Bilanzen der betreffenden Gesellschaft. Durch den Vergleich der etwa in den letzten fünf Jahren erschienenen Bilanzen miteinander, besonders wenn man hierzu auch alle erreichbaren Börsenprospekte der betreffenden Gesellschaft heranzieht sowie auch die Festschriften, die mehr oder minder regelmäßig erscheinenden Monatsberichte der Gesellschaft, alle Pressenachrichten über Auftragsbestände und Beschäftigungsnachweise, Generalversammlungsberichte, die Verlautbarungen des Aufsichtsrates und der Direktion (und vielleicht sogar eventuelle Indiskretionen der Angestellten) — alle diese Momente zusammen, geben dem fachkundigen Aktieninteressenten brauchbare Unterlagen für seine Erwägungen ab. Die meisten Börseninteressenten wissen sich sehr gut einen solchen Einblick in die Verhältnisse der Gesellschaften zu verschaffen. Natürlich verlangt dies neben einer gewissen Hellhörigkeit auch gute Wirtschaftskenntnisse. Wir sehen, wie stark das subjektive Element bei einer solchen Bewertung wieder in den Vordergrund tritt. Denn die einzelnen Schätzungen werden zu recht unterschiedlichen Ergebnissen führen, je nachdem der Einzelne etwa den Fortführungswert, den Umstellungswert oder den Liquidationswert dabei im Auge hat. Alle die schwierigen Probleme tauchen hier natürlich auf, die einer exakten Berechnung des Unternehmungswertes im Wege stehen. In Wirklichkeit handelt es sich eher um eine — mehr oder minder gut begründete — Schätzung als um eine exakte Berechnung (wenigstens heute noch), wenn dies auch nicht gern zugegeben wird. Aber auf diese Problematik können wir hier nicht eingehen. Wir verweisen dieserhalb auf die sehr umfangreiche Bewertungsliteratur (besonders aber diejenige über die Bewertung der Unternehmung als Ganzes), sowie die Literaturangaben hierzu im Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 1, S. 1266 ff. und auch unser eigenes Literaturverzeichnis.

A. Der Einfluß der stillen Reserven.

Aus unseren obigen Ausführungen geht bereits hervor, daß die stillen Reserven von Einfluß auf die Bewertung — und damit auch auf die Kursbildung der Aktien sind. Aber es dürfte doch etwas zu weit gehen, wenn einige Betriebswirtschaftler[2]) — glauben, die Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem Bilanzkurs einer Aktie als stille Reserve bezeichnen zu können. Dies würde zur Voraussetzung haben, daß der Börsenkurs einer Aktie ganz überwiegend von dem Bilanzwert sowie der Schätzung der stillen Reserven abhängig wäre. Nun ist es gerade die Aufgabe der vorliegenden Arbeit, nachzuweisen, daß der Börsenkurs von einer ungeheuren Fülle der verschiedenartigsten Faktoren abhängig ist. Ja selbst ganz außerwirtschaftliche Faktoren können bei der Preisbildung, mitunter in ganz außergewöhnlichem Maße, Einfluß gewinnen. Die Schmalenbach'sche These hat denn auch weitgehende Kritik in der betriebswirtschaftlichen Literatur gefunden. So haben sich Kalveram, Schmidt, Prion, Nicklisch, Leitner, Sommerfeld, Mellerowicz, Mahlberg, Hummel und Schmalz mit ähnlichen Argumenten dagegen gewandt. Es kann hier unmöglich auf dieses Problem näher eingegangen werden, um so mehr als darüber eine sehr gute Arbeit von Stölting[3]) vorliegt, der sich mit diesem Problem speziell befaßt hat. Dort findet man auch die näheren Literaturangaben hierzu, so daß wir hier auf eine Aufzählung Verzicht leisten können. Wir wollen nur festhalten, daß die Berechnung oder besser die Schätzung des Substanzwertes der Aktien wesentlich durch die richtige Einschätzung der stillen Reserven bedingt ist. Zu welcher unterschiedlichen Bewertung die Börse selbst bei absolut gleichen Dividenden hierbei kommen kann, das soll uns der Vergleich der Kursentwicklung bei den beiden führenden Gesellschaften der Deutschen Schallplatten- und Sprechmaschinenbauindustrie, nämlich der Deutschen Grammophon A.-G., Leipzig-Wahren, sowie der Carl Lindström A.-G., Berlin, zeigen.

[2]) 16. Jahrgang, S. 256, bezw. S. 321.

[3]) E. Stölting: Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und der Börsenkurs der [illegible] Bochum 1930.
Vgl. hierzu auch F. Schmidt: Bilanzwahrheit und Führerprinzip; in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jahrgang XII., Heft 4, Berlin 1935.

Tabelle I.

Die Dividenden und Kurse betrugen nach dem Grünbuch der Aktiengesellschaften (alles in Prozenten):

im Jahre:	1928	1929	1930	1931	1932	1933
Dividenden bei der						
Grammophon A.-G.	20	20	12	0	0	0
Lindström A.-G.	20	20	12	0	0	0
Höchstkurs des Jahres bei der						
Grammophon A.-G.	570	486	302	178,7	50.5	50.25
Lindström A.-G.	1 198	950	650	420	118	100
Niedrigstkurs des Jahres bei der						
Grammophon A.-G.	211	241	140	60	31,5	14 1/8
Lindström A.-G.	320	417	360	200	70	70

Da für die Lindström A.-G. seit dem letzten Kurs vom 6. April 1933 mit 88 % keine Notiz mehr vorliegt, konnte der Vergleich nur bis 1933 durchgeführt werden. Aber auch so ergibt sich aus der oben angeführten Tabelle mit genügender Deutlichkeit, daß trotz der absolut gleichen Dividende durch 6 Jahre hindurch der Kurs der Lindström A.-G. fast immer das Doppelte des Grammophonkurses ausmachte. Dies gilt sowohl bezüglich der Höchst- als auch der Niedrigstkurse. Man kann nun hier nicht den Einwand bringen, daß hier Unvergleichbares verglichen worden wäre, denn beide Gesellschaften gehören der gleichen Branche an, sind also auch der gleichen Konjunktur unterworfen (was sich ja auch aus der Entwicklung der Dividenden mit genügender Deutlichkeit ergibt). Beide Gesellschaften sind auch gleich große Gesellschaften (Aktienkapital 7 Millionen bezw. 10 Millionen Reichsmark). Bei beiden Gesellschaften handelt es sich um die *führenden* Gesellschaften der Branche in Deutschland. Auch die ausgewiesenen Gewinne bezw. Verluste bewegen sich ziemlich proportional zum jeweiligen Aktienkapital. Und trotz alledem diese so verschiedene Bewertung. Wir wollen hier natürlich keineswegs die Behauptung aufstellen, daß diese so verschiedene Bewertung *nur* auf die verschiedene Schätzung der stillen Reserven zurückgeführt werden könnte. Aber eine wichtige Rolle spielt schon hierbei die Bewertung z. B. der verschiedenen Patente, Lizenzen, sowie der günstigen Verträge. Wir wollen hier nur daran erinnern, daß ein damals sehr beliebter Tenor nur der Lindström A.-G. vertraglich verpflichtet war. Aehnlich günstig wurde auch die Verbindung mit der englischen Columbia Graphophone Company, Ltd. London, bewertet, da uns die Engländer zu dieser Zeit im Sprechapparatebau weit voraus waren. Wir können aus diesem Beispiel ersehen, daß durchaus nicht immer die kapitalisierten Dividenden, oder wie Donner[4]) meint, der kapitalisierte „Unternehmungsertrag" (wenigstens solange er als dessen Repräsentanten den *ausgewiesenen* Reingewinn angesehen haben will) für die Kurshöhe bestimmend ist. Besonders deutlich zeigt dies unser Vergleich für die beiden Krisenjahre 1931 und 1932. Die Deutsche Grammophon A.-G. wies im Jahre 1931 bei einem Aktienkapital von 10,79 Millionen Reichsmark weder Gewinn noch Verlust aus. Obwohl sie in diesem und auch im folgenden Jahre keine Dividende zahlte, erzielte sie noch 1931 einen Höchstkurs von 178,75 %. Dieser Tatbestand bereitet den „Nur-Ertragswertlern" schon recht erhebliche Erklärungsschwierigkeiten. Ganz müssen sie aber versagen bei dem erzielten Kursstand der Lindström A.-G., die bei einem Aktienkapital von 7 Millionen Reichsmark 1931 einen Verlust von 1 Million Reichsmark ausweist und auch für dieses und die folgenden Jahre keine Dividenden zahlte und trotz alledem einen Höchstkurs von 420 % (!!!) erzielen konnte. Ja selbst der Niedrigstkurs von 1931 beträgt mit 200 % das beinahe dreieinhalbfache des Niedrigstkurses von 60 % der Grammophon A.-G. im gleichen Jahre, obwohl dieselbe verlustlos abgeschlossen hatte. Auch im folgenden Jahre 1932 erreichte die Lindström A.-G. doppelt so hohe Kurse wie die Grammophon A.-G., obwohl sie den absolut und auch relativ zu ihrem Aktienkapital größeren Verlust von 4,1 Millionen Reichsmark auswies. Wir wollen dieses Ergebnis uns noch einmal in Form einer Tabelle vergegenwärtigen:

[4]) O. Donner: Die Kursbildung am Aktienmarkt; Sonderheft 36 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Berlin, 1934, Seite 6 ff. und bes. Seite 22.

Tabelle II.

	Jahr	Akt.-kapital in Mill. RM	Verlust in Mill. RM	Höchstkurs ds. Js. in %	Niedrigstkurs ds. Js. in %
Carl Lindström A.-G.	1931	7,0	1,0	420	200
	1932	7,0	4,1	118	70
Grammophon A.-G.	1931	10,79	0,0	178,75	60
	1932	10,79	4,0	50,5	31,5

Dividenden ab 1931 bei beiden Gesellschaften gleich 0 %.

Aber auch in den früheren Jahren können wir keine Relation zwischen Kurs und Dividende bezw. Reingewinn feststellen, was auch aus unserer Tabelle III hervorgeht.

Tabelle III.

Dividenden und Höchstkurse der Lindström A.-G. von 1924—28.

	1924	1925	1926	1927	1928
Dividende in %	10	10	10	15	20
Höchstkurs in %	21	130	190	330	1 198

Während die Dividende sich von 1924—1928 nur verdoppeln konnte, erreichte der Kurs die 57-fache (!) Höhe! Natürlich spricht hier auch ein anderer Faktor, nämlich die Spekulation, ein gewichtiges Wort mit, worauf wir noch in anderem Zusammenhang zurückkommen. Es ist dies nur ein Beispiel unter vielen, die wir hier noch nicht alle anführen können. Aber wir haben gerade dieses gewählt, da es besonders gut zeigt, wie unhaltbar die Ansicht ist, daß die „Aktienkursschwankungen nur als bloße Rechnungsvorgänge im Kapitalisationsprozeß der Dividende" anzusprechen seien, wie dies von Christodulopulos[5]) behauptet wird.

B. Der Einfluß des Stimmrechts.

Es könnte hier mit einigem Recht eingewandt werden, daß die Behandlung des Faktors Stimmrecht an dieser Stelle nicht am richtigen Platze sei, da ja hinter dem Streben nach der Beherrschung der Gesellschaft immer „letzten Endes" Ertragserwägungen stünden. Dies kann man zugeben, da wohl in vielen Fällen Ertragserwägungen den Ausschlag zu dem Entschluß der Einflußnahme auf die betreffende Gesellschaft geben werden. Aber nicht immer ist dies der Fall. Es sind zahlreiche Fälle bekannt geworden, wo ein falsch verstandenes Prestigestreben der Grund zur Einflußnahme auf eine andere Gesellschaft war. Auch Fälle, wo reine „Großmannssucht" die Ursache zum Majoritätserwerb oder auch zum Erwerb einer Sperrminderheit führten, lassen sich in der Geschichte der Aktiengesellschaften leicht nachweisen. Aber auch andere Gründe gibt es noch. Es soll hier nur an die Aufkäufe der „Außenseiter" von Seiten des „Deutschen Zementbundes" erinnert werden. Hier war die letzte Absicht eine Einschränkung der Produktion. Das führte oft zur vollkommenen Stillegung der betreffenden Werke. In all diesen Fällen war also nicht der Ertrag dieser Aktien der Grund zur Einflußnahme, sondern das Herrschaftsrecht an sich gab diesen Grund ab. Die Beispiele für Majoritätskämpfe an den verschiedenen Börsen der Welt und ihre kurssteigernden Wirkungen sind Legion. Besonders in der Vorkriegszeit haben solche heftigen Kämpfe an fast allen Börsen der Welt stattgefunden. Zur besseren Veranschaulichung wollen wir hier einen der bekanntesten Fälle, der sich im Jahre 1901 in den Vereinigten Staaten von Amerika abspielte, darstellen. Dieser Kampf ging um den Majoritätsbesitz der Northern Pacific Railway Company zwischen J. P. Morgan (dem Kontrolleur der Southern Railway and Chicago-Burlington Railway) und E. H. Harriman (dem Kontrolleur der Union Pacific und der Southern Pacific). Das Aktienkapital der Northern Pacific Railway Company betrug rund

[5]) Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse; in Allg. Stat.-Archiv, Bd. 20, Jena 1930, Seite 233.

100 Millionen Dollar (genau: 96,6 Mill.). Davon besaß bezw. kontrollierte Morgan ungefähr 40 Mill.; ebensoviel kontrollierte Harriman. Ungefähr 10 Mill. Dollar befanden sich in festen Händen. Nur 6 Millionen (der Nominalbetrag der Aktie betrug 100 Dollar) befanden sich im Börsenhandel. Harriman versuchte nun, die Majorität der Northern Pacific Railway durch Aufkauf der freien Stücke an der Börse an sich zu bringen. Die frühesten Käufe von Harriman wurden im März 1901 festgestellt. Trotzdem ein so erfahrener Börsianer wie Harriman so vorsichtig wie möglich zu Werke ging, stiegen die Kurse der Northern Pacific Railway sehr rasch an, was auch bei der geringen Zahl von freien Stücken nicht anders zu erwarten war. Wie geschickt sich Harriman hinter Strohmännern getarnt hatte, geht schon daraus hervor, daß sein Gegner Morgan bei einem Kurse von 150 Dollar größere Posten aus seinen eigenen Beständen abgab, da er der Meinung war, dieselben zu einem weit billigeren Kurse sich später wieder beschaffen zu können. Der Zufall wollte es, daß Morgan gerade zu dieser Zeit wie jedes Jahr zur Kur nach Europa fuhr, so daß er erst verhältnismäßig spät erfuhr, wer hinter diesen Aufkäufen steckte. Die Kurse waren unterdessen in wenigen Tagen von 150 Dollar auf 200 Dollar und wieder einige Tage später schon auf 300 Dollar geklettert. Das war die Börsenlage, als Morgan sich mit einer telegraphischen Kauforder von 150 000 Aktien zu jedem Preis in den Kampf um die Majorität dieser Gesellschaft stürzte. Man kann sich die Wirkung leicht ausrechnen, wenn man bedenkt, daß ein Kaufauftrag von 150 000 Aktien bei einem Nominalbetrag von 100 Dollar pro Stück schon 15 Millionen Dollar ausmacht, während nur — wie wir schon oben ausführten — 6 Millionen Dollar freie Stücke an der Börse vorhanden waren. Der Kaufauftrag betrug also das Zweieinhalbfache des gesamten zur Verfügung stehenden Vorrats an freien Stücken. Die Wirkung war denn auch eine dieser Sachlage entsprechende. Aber noch etwas Interessantes können wir an diesem Beispiel feststellen, nämlich die verteuernde und preistreibende Wirkung der „Mitläuferbewegung". Sobald nämlich die „Mitläufer" von diesen Vorgängen Wind bekommen hatten, schritten sie ihrerseits zu starken Käufen. So kletterten die Kurse erst auf 500 Dollar und schließlich in wenigen Tagen auf 850 Dollar. Aber auch die Kontremine hatte nicht gefehlt. So hatten die „Baissiers" in Verkennung des wahren Sachverhalts ein Weitersteigen der Kurse bei 500 Dollar für unmöglich gehalten und hatten ziemlich stark gefixt, d. h. Stücke verkauft, die sie gar nicht besaßen, in der Hoffnung, dieselben später zum Ablieferungstage viel billiger erwerben zu können. Nun sahen sie sich unter Riesenverlusten zur Deckung gezwungen. Diese weiteren zusätzlichen Käufe (nun zog glücklich „alles an einem Strang", wie man dies in der Börsensprache nennt) bewirkten, daß der Kurs am 9. Mai 1901 die Höhe von 1000 Dollar erreichte. Damit haben wir gleichzeitig auch ein Beispiel für einen gutgelungenen „corner" oder eine „Schwänze", wie es weniger schön im Börsendeutsch genannt wird. Doch dies ist einem späteren Kapitel vorbehalten. Morgan bezahlte die höchsten Kurse und blieb damit Sieger, da er den Markt auf diese Weise einfach ausgekauft hatte. Der Kurs wurde von Morgan noch einige Monate hochgehalten, nämlich so lange, bis alle Verpflichtungen der Baissiers abgedeckt waren. Dann sank er nach und nach wieder auf 100 Dollar zurück. Weder Morgan noch Harriman hatten, wie uns versichert wird, irgendwelche Verluste erlitten. Die „Leidtragenden" waren allein die Mitläufer gewesen. Eine Reihe von Bankhäusern und Spekulanten mußte ihre Zahlungen einstellen. Sie waren ruiniert. Dieses eine Beispiel zeigt uns schon, wie die Kursentwicklung viele Monate lang, gänzlich losgelöst von den übrigen Faktoren, nur einzig und allein von einem einzigen Faktor (hier in unserem Beispiel sogar nur einem Teilfaktor, dem Stimmrecht) bedingt sein kann. Man kann nun zu der Feststellung gelangen, daß der Aktienpakethandel — wenigstens soweit es sich um die ganz großen Posten handelt — in der Nachkriegszeit immer mehr in die stilleren Räume der Großbanken gewandert ist, so daß der Faktor Stimmrecht heute nicht mehr für die Kursbildung die Bedeutung hat wie ehedem. Aber dies stimmt nur scheinbar, denn nur in den wenigsten Fällen sind die Pakete schon komplett. Meist müssen die Banken sie erst vervollständigen. Aber darüber hinaus kann man im Gegenteil feststellen, daß durch die moderne Konzernverschachtelung der Faktor Stimmrecht wieder recht deutlich bei den sogenannten „Interessenkäufen" in Erscheinung getreten ist. Es wurde in den Jahren 1927 bis 1933 geradezu als das Kennzeichen eines tüchtigen Gesellschaftsleiters angesehen, daß er in der Lage war, seiner Gesellschaft (meist auch schon einem Konzern) möglichst viele ähnliche Gesellschaften untertan zu machen, oder doch wenigstens in Abhängigkeit von sich zu bringen. Diese Verschachtelungsmanie ging so weit, daß es selbst den Eingeweihten mitunter schwerfiel zu wissen, w e r eigentlich w e m „gehöre"! Eines der beliebtesten Kurssteigerungsargumente jener Zeit war die Notiz: Käufe von besonders interessierter Seite zwecks Angliederung oder Einflußnahme. Jede bedeutendere Gesellschaft „kon-

trollierte" mindestens einige kleinere Gesellschaften. Eine auch nur einigermaßen „richtige" Bewertung einer Aktie war bei solch einem Schachtelunternehmen einfach zu einer Geheimwissenschaft geworden. Hier hat dann die sogenannte „Kleine Aktienrechtsreform" mit den Paragraphen 260—263c des HGB. doch sehr klärend gewirkt. Seit 1934 können wir geradezu von einer Entschachtelung sprechen. Diese ist vom Standpunkt einer klaren Bewertung und damit auch einer besseren Preisbildung nur zu begrüßen.

Auf die mit der Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien verbundenen Probleme wollen wir hier nicht näher eingehen, da diese Entwicklung unterdessen als ziemlich überholt gelten darf. Wir wollen hierzu nur kurz anmerken, daß schon das Vorhandensein dieser nicht in den freien Verkehr kommenden Vorzugsaktien (die oft mit dem 20fachen, ja selbst 100fachen Stimmrecht ausgestattet waren, und besonders in der Nachkriegszeit als Kampfmittel gegen die „Überfremdungsgefahr" aufgetaucht waren) meist für die Kursentwicklung der Stammaktien von nachteiliger Wirkung war. Heute dürfte dieser Aktientyp ziemlich ausgestorben sein, oder doch nur noch ein sehr privates Dasein führen. Soweit aber auch heute noch Mehrstimmrechtsaktien bei einigen wenigen Gesellschaften bestehen, sind sie von ebenso nachteiligem Einfluß auf die Kursentwicklung der alten Aktien, wie die oben angeführten „Schutzaktien" der Nachkriegszeit, wenn natürlich auch nur in sehr viel geringerem Ausmaße, da die Stimmrechtvervielfachung sich heute in sehr engen Grenzen hält.

C. Der Einfluß der Kapitalerhöhung.

Eine Kapitalerhöhung, d. h. die Ausgabe von jungen Aktien, die den alten Aktionären oder Dritten ganz oder teilweise zum Bezug angeboten werden, wird den Aktienkurs nicht unbeeinflußt lassen, da neue Mitgliedsrechte damit geschaffen werden. Der Grad der Auswirkung hängt jedoch von verschiedenen Faktoren ab.

Maßgeblich werden vor allem der gewählte Zeitpunkt der Kapitalerhöhung, d. h. die Verfassung der Kreditmärkte zu einem solchen Zeitpunkt, aber auch die Höhe des Bezugskurses, die Ausstattung der jungen Aktien mit Vorzugsrechten, das Bezugsrechtsverhältnis u. a. sein. Der Ausgabekurs der jungen Aktien wird, um einen besonderen Anreiz für den Erwerb dieser Aktien zu bieten, stets unter dem der alten Aktien liegen müssen.

Bei der Festsetzung des Bezugskurses spielt besonders die Überlegung, daß im Falle einer Kurssenkung der alten Aktien die jungen Aktien wahrscheinlich unverkäuflich bleiben werden, eine bemerkenswerte Rolle.

Entsprechend der jeweiligen Gestaltung der genannten Faktoren wird sich die Börse eine günstige oder ungünstige Meinung bilden, welche auf die Kursentwicklung zurückwirkt. Die Aufnahme von neuem Kapital zu einem Preis, der unter dem Börsenkurs liegt, bewirkt rechnerisch ein Sinken der alten Aktien um den gleichen Betrag, um den die jungen Aktien steigen. Wer von den alten Aktionären auf die Ausübung des Bezugsrechtes verzichtet, kann das Bezugsrecht an der Börse, wo es während einer bestimmten Zeit notiert wird, veräußern. Dies geschieht häufig bei sog. „schweren" Werten, die insbesondere Kleinaktionäre wegen des hohen Preises, den sie zu entrichten hätten, nicht erwerben können. Verkauft der Aktionär sein Bezugsrecht, so begibt er sich eines Teiles seines Besitzes am Vermögen der Gesellschaft. Der Wert, den jede Aktie nach der Bezugsrechtsausübung repräsentiert, läßt sich genau errechnen. Der rechnungsmäßige Kurs wird jedoch in den seltensten Fällen dem notierten Börsenkurs entsprechen; tatsächlich wird er aber um den rechnungsmäßigen Kurs oszillieren, je nach der Beurteilung, welche die Entwicklung der Unternehmung in der Zukunft findet, oder auch welchen Einfluß die Spekulation auszuüben vermag.

Auf die Darstellung der Errechnung des Bezugsrechtswertes soll hier verzichtet werden. Es handelt sich dabei entweder um eine Art Mischungs- bzw. Durchschnittsrechnung aus den Kursen der alten und jungen Aktien[6]), oder um Ertragswertberechnungen mit Hilfe der Rentenformel[7]), wobei noch die verschiedenen Ausstattungsmöglichkeiten (Teilnahme der jungen Aktien an der halben oder vollen Jahresdividende usw.) zu berücksichtigen wären. Die Kursbeeinflussungsmöglichkeiten der Spekulation bei der Bezugsrechtsausübung werden an anderer Stelle behandelt werden.

[6]) Vgl. W. Kalveram in seinem Beitrag „Finanzierungen" in der „Handelshochschule"; Berlin-Wien, 1929, Seite 1339 ff.

[7]) Vgl. hierzu K. Theisinger: Bezugsrechtswerterrechnung vom Ertragswert; in: Bankarchiv, Heft 7, 26. Jahrgang, Berlin, 1927.

D. Der Einfluß der Kapital-Zusammenlegung.

Auch hier müssen wir uns auf die Darstellung des Grundsätzlichen beschränken. Eine Kapitalzusammenlegung kommt dann in Frage, wenn die Aktien einer Gesellschaft infolge dauernden schlechten Geschäftsganges erheblich unter pari notieren. In einem solchen Falle ist es dann der Gesellschaft nicht möglich, an der Börse neues Kapital aufzunehmen infolge des gesetzlichen Verbotes der Unterpariausgabe. Es wird natürlich niemand geneigt sein, einen Überpreis für die jungen Aktien zu zahlen, die sich ja mit den so schlecht notierenden alten Aktien mischen. Also muß die betreffende Gesellschaft versuchen, den Kurs ihrer Aktien zumindest näher an die Parigrenze heranzubringen. Dies geschieht am zweckmäßigsten durch eine Zusammenlegung. Bei einem Zusammenlegungsverhältnis von z. B. 7 : 2 verkörpern dann 2 Aktien denselben Wert wie vorher 7. Nehmen wir weiter einen Kurs von 21 % vor der Sanierung an, so müßte nun nach der Zusammenlegung von 7 : 2 der Kurs dann rechnungsmäßig

$$\frac{21 \times 7}{2} = 73\frac{1}{2}\,\%.$$

betragen.

Hierbei läßt sich nun eine interessante psychologische Beobachtung machen. Gerade der Kleinaktionär wehrt sich sehr heftig gegen eine solche Zusammenlegung. Nun ist ohne Zweifel ein sehr hohes Zusammenlegungsverhältnis, z. B. von 5 : 1 oder gar von 20 : 1, für ihn von Nachteil, da er meist nicht in der Lage sein wird, sich die ihm fehlenden Spitzen zu beschaffen, so daß er zum Verkauf gezwungen ist. Mit ihm aber auch noch viele andere. Schon die Bekanntgabe eines so hohen Zusammenlegungsverhältnisses wirkt ziemlich kursdrückend. Dieser Kursdruck muß sich durch das starke Angebot seitens der Kleinaktionäre noch mehr verschärfen. Dies wäre also ein durchaus verständlicher Grund ihres Nichteinverständnisses. Aber diesen Einwand bringen die Kleinaktionäre gar nicht, sondern einen ganz anderen. Sie argumentieren, daß man „den kleinen Mann ausplündere", ihm durch eine solche Kapitalzusammenlegung „sein Vermögen raube". Sie können sich durchaus nicht von dem nominellen Denken freimachen. Für sie ist eben eine Tausendmarkaktie, auch wenn sie nur noch wenige Prozent notiert, tausend Mark wert. Sind sie nun mit einer Zusammenlegung von z. B. 2 : 1 einverstanden, so haben sie eben 500 Reichsmark „geopfert", und bei einer Zusammenlegung von 10 : 1 haben sie eben 900 Reichsmark „verloren". Dafür verlangen sie nun Entschädigung und spielen die moralisch Entrüsteten. In Wirklichkeit liegt dieser „Verlust" längst in der Vergangenheit. Die Zusammenlegung ist nur ein rein äußerlicher Rechnungsvorgang, der der Entwertung dieser Aktien Rechnung trägt und im Interesse der Aktionäre, sowohl als auch im Interesse der Gesellschaft einem unhaltbaren Zustand ein Ende setzt. Auf die Dauer gesehen, ist nämlich keinem mit dem Festhalten an einem nicht mehr gerechtfertigten Nominalwert gedient. Ebenso erfreuen sich sehr niedrig notierte Werte nicht der Gunst der Börse und schaden außerdem dem Ruf der betreffenden Gesellschaft. Natürlich gilt dies nur für eine vernünftige — oder vom Aktionär aus gesehen „milde" — Zusammenlegung. Anders ist dies bei einer rigorosen Zusammenlegung zu beurteilen, wenn die Gesellschaft unter allen Umständen schon durch das Zusammenlegungsverhältnis einen Kurs über Pari erzielen will. Ein solch hohes Zusammenlegungsverhältnis bedingt dann meist einen scharfen Kursrückgang, so daß die Gesellschaft ihr ursprüngliches Ziel nur selten erreicht. Dies hat man auch in neuerer Zeit durchaus erkannt und besonders den ungünstigen psychologischen Wirkungen Rechnung getragen. Der dadurch erzielte Erfolg war auch ein viel größerer. Um nur ein Beispiel unter vielen zu bringen. Die bekannte Autofirma Daimler-Benz A.-G. hatte sich einen möglichst günstigen psychologischen Zeitpunkt herausgesucht, nämlich den Zeitpunkt der Automobilausstellung in Berlin. Auch das äußerst milde Zusammenlegungsverhältnis von 5 : 3 entsprach durchaus den Erwartungen der Börse, und so war denn auch das Ergebnis das erwartete.

Tabelle IV.

Die Kursentwicklung der Aktien der Daimler-Benz A.-G. vor und nach der Zusammenlegung im Verhältnis von 5 : 3

(Die Kurse sind dem Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften entnommen.)

(Alles in Prozenten.)

Jahr:		1934	1934	1935	1935 vor d. Zus.-Leg.
Monat:		Nov.	Dez.	Jan.	Febr.
	Höchstkurs	49,25	49	51 7/8	52 7/8
	Niedrigstkurs	43 7/8	46,75	48	48,5
	Letzter Kurs	47 1/8	48 3/8	51 1/8	48,75
Jahr:		1935	1935	1935	1935
Monat:		Febr.	März	April	Mai
	Höchstkurs	84 5/8	98 3/8	94,5	93 1/8
	Niedrigstkurs	80 5/8	85 5/8	91,25	89,5
	Letzter Kurs	83 1/8	93 5/8	91,25	92,25
Jahr:		1935	1935	1935	1935
Monat:		Juni	Juli	Aug.	Sept.
	Höchstkurs	95	98,75	104 1/8	100 1/8
	Niedrigstkurs	90,75	93,75	95	93,25
	Letzter Kurs	93,75	94,75	100 5/8	95 7/8

Machen wir die Probe aufs Exempel. Der Niedrigstkurs betrug im Februar vor der Zusammenlegung 48,5 %. Das Zusammenlegungsverhältnis ist 5 : 3; also mußte sich der neue Kurs nach der Zusammenlegung auf

$$\frac{48{,}5 \times 5}{3} = 80{,}8\ \%$$

stellen, und er betrug tatsächlich (s. Tabelle IV) 80⁵/₈ %, also 80,625 %. Auch danach blieb die Kursentwicklung eine günstige. Und schon im August 1935 wurde die Parigrenze überschritten. Aber nicht nur in dem soeben dargestellten Falle, sondern auch noch in einer ganzen Reihe von uns bekannt gewordenen anderen Fällen hat sich diese Verfahrensweise als zweckmäßig erwiesen. Es kommt nämlich, wie alle diese Fälle lehren, gar nicht so sehr darauf an, wie man früher meinte, durch die Zusammenlegung den Kurs möglichst rasch und hoch über Pari zu bringen, als vielmehr den geeignetsten psychologischen Zeitpunkt zu erwischen und möglichst schonend vorzugehen. Natürlich müssen im übrigen alle sonstigen Voraussetzungen, wie eine tatsächliche, anhaltende Besserbeschäftigung, günstige Abschlüsse usw., zuerst erfüllt sein.

E. Der Einfluß der Kapitalverflechtungen.

Von allen bisher behandelten Faktoren ist wohl der Einfluß der kapitalmäßigen Verflechtungen und der wirtschaftsorganisatorischen Bindungen am meisten unterschätzt worden. Zwar war man sich in Börsenkreisen längst einig, daß eine wirklich richtige Bewertung der Aktien wegen der Undurchsichtigkeit der Konzernbeziehungen nur noch den „Eingeweihten" möglich war. Aber ein solcher Zustand war ja gewissen Spekulationskreisen nur erwünscht, denn je weniger die Öffentlichkeit diese Vielfalt der Beziehungen zu übersehen vermochte, desto besser konnte man mit geschickt lancierten Gerüchten auf die Preisbildung Einfluß gewinnen. Da die Öffentlichkeit niemals etwas Genaues wußte, konnte jedes wahrscheinende Gerücht zum Erfolge führen. Bis das Dementi der betreffenden Gesellschaft endlich kam, konnte man bei einiger Geschicklichkeit seine Beute längst in Sicherheit gebracht haben. Erst seit der durch die Aktienrechtsnovelle vom September 1931 eingeführten Mitteilungspflicht über die Kapitalbeteiligungsverhältnisse der Aktiengesellschaften konnte man feststellen, bis zu welchem hohen Grade die Verschachtelung bereits vorgeschritten war. Nach den Angaben des Statistischen Reichsamtes standen im Jahre 1933 von 4060 Aktiengesellschaften mit 18,81 Milliarden Reichsmark Nominalkapital nicht weniger als 84 % dem Nominalkapital und 42 % der Anzahl der Aktiengesellschaften nach in Konzernbeziehungen zueinander. Nach dem hohen Satz von 84 % des Gesamtnominalkapitals zu schließen, muß fast jede bedeutendere Gesellschaft in irgendeiner Weise mit einer anderen Gesellschaft kapitalmäßig in Verbindung gestanden haben. Die meisten Gesellschaften taten nun ihrerseits nichts dazu, um die wahren

Zusammenhänge dieser kapitalmäßigen Verflechtungen klar herauszustellen, sondern sie verschleierten ganz im Gegenteil durch eine recht unvollständige Berichterstattung und vor allem durch den wiederholten Wechsel der eingegangenen Kombinationen den wahren Sachverhalt noch weiter. Ein „Erfolg" blieb denn auch keineswegs aus, und die Kursschwankungen selbst der bedeutendsten Gesellschaften, besonders in den Jahren 1926 bis 1931, geben uns von dieser indirekten Hilfeleistung, die die Gesellschaften den spekulativen Elementen gaben, einen guten Einblick. Wenn selbst die Aktien eines so gut fundierten Unternehmens wie die J. G. Farbenindustrie Kursschwankungen von mehreren hundert Prozent aufweisen — was auch aus der folgenden Tabelle hervorgeht —, so dürfte dies in erster Linie auf die schwer übersehbaren Kapitalbeteiligungsverhältnisse sowie die sehr undurchsichtigen Bondsemissionen und die zu geringe Publizität in jenen Jahren, die diesen Faktoren entgegengewirkt hätte, zurückzuführen sein.

Tabelle V.

Kursentwicklung der Aktien der J. G. Farbenindustrie von 1926/36.
(Kurse und Dividenden sind dem Grünbuch für Aktiengesellschaften, Berlin, entnommen.)
(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Höchstkurse	Niedrigstkurse	Größte Kursschwankg. innerh. d. J.
1926	10	384,5	111,75	272,75
1927	12	353,5	238,5	115
1928	12	290,5	242,5	48
1929	14*)	267	165,5	101,5
1930	12	190	122,5	67,5
1931	7	159,75	92,5	67,25
1932	7	108,5	81 1/8	27,38
1933	7	148	95,5	52,5
1934	7	150	123,25	26,75
1935	7	160,75	134 3/8	26,35
1936**)	—	176 1/8	147	28,90

*) Davon 2 % Bonus. **) nur bis einschließlich Monat Mai.

Man vergleiche einmal besonders die Kursschwankungen mit den Niedrigstkursen der betreffenden Jahre, um festzustellen, daß weder die Dividende noch der Substanzwert für diese riesigen Schwankungen verantwortlich gemacht werden können. Eine größere Publizität zu dieser Zeit hätte vielen Gerüchten der Spekulation den Boden entzogen und bestimmt Kursschwankungen in solchem Ausmaße verhindert, was noch besonders durch die Entwicklung nach 1933 (vgl. Tabelle V) unterstrichen wird.

II. Die ertragsbedingten Faktoren.

Mit den obigen Ausführungen wurde schon eine ganze Reihe von Faktoren nachgewiesen, die von mehr oder minder großem Einfluß auf die Aktienpreisbildung sind. Dabei mußte immer wieder auf die überragende Bedeutung der ertragsbedingten Faktoren hingewiesen werden. In der Tat ist für den weitaus überwiegenden Teil aller Aktienerwerber das Ertragsmoment von der größten Bedeutung. Zwar konnte aufgezeigt werden, daß auch das Herrschaftsmoment — also das Stimmrecht — von Bedeutung sein kann, doch wird es sich dabei immer nur um eine verschwindend geringe Anzahl von Aktieninteressenten (wenn auch von sehr einflußreichen) handeln. Ebenso werden die übrigen substanzbedingten Faktoren nur dann von großem oder gar bestimmendem Einfluß sein, wenn einer der folgenden Fälle vorliegt. Erstens, wenn die Dividende bzw. die Rendite (je nach dem Kursstand) unter dem „landesüblichen" Zinsfuß gesunken ist. Zweitens, wenn eine Dividende überhaupt nicht mehr verteilt werden kann. Drittens, wenn das betreffende Unternehmen so schlechte Bilanzen aufweist, daß eine Liquidation in immer nähere Aussicht rückt. Viertens, wenn das Vertrauen in die Stabilität der Landeswährung ins Wanken gerät und damit eine Flucht in die „Sachwerte" einsetzt. In allen anderen Fällen aber — und dies dürfte die weitaus größte Anzahl sein — werden die ertragsbedingten Faktoren im Vordergrund stehen. Mit voller Absicht wurde der Ausdruck „Ertrag der Aktie" vermieden, da er, wie wir sofort sehen werden, einmal zu eng und außerdem sehr vieldeutig ist.

1. Der Dividendenertrag und der „Spekulationsertrag" der Aktie.

In der Regel ist für den Aktionär — unter den oben gemachten Einschränkungen — der „Ertrag" der Aktie von allergrößter Bedeutung. Was ist nun aber in diesem Sinne „Ertrag"? Man kann einmal den Begriff „Ertrag" sehr eng auslegen und ihn etwa im Sinne einer Rente auffassen. Dann ist also der „Ertrag" einer Aktie lediglich die dem Aktionär zufließende Dividende. Man kann aber ebenso gut den erweiterten Begriff „Ertrag" im Sinne von Gewinn — von Einnahmen überhaupt — benutzen. Danach wäre nicht nur die Dividende darunter zu verstehen, sondern ebenso auch alle Einnahmen, die dem Aktionär aus dem Verkauf eines günstigen Bezugsrechts sowie eventuellen Sonderzuwendungen, sei es in der Form des Bonus oder in der Form der Gewährung von Genußscheinen oder gar von Gratisaktien, entstehen können. Schließlich muß man auch noch zu den Einnahmen, die dem Aktionär durch die Gewährung der Dividende, des Bonus, von Bezugsrechten, von Genußscheinen und Gratisaktien zufließen, auch noch den Gewinn rechnen, der ihm in der Form von Kursgewinnen beim Verkauf seiner Aktien zufließt. Gerade dies letztere Moment aber wird von vielen Verfassern nicht mit der ihm zukommenden Bedeutung berücksichtigt, ja vielfach stützen sie sich ganz allein auf die Dividende als den einzigen „Repräsentanten" des Ertrags. Nun genügt aber schon ein Blick auf die tatsächliche Kursentwicklung, besonders die der Nachkriegszeit, um zu zeigen, daß es durchaus nicht gleichgültig ist, zu welchem Zeitpunkt ein Aktionär seine Papiere wieder veräußert. Denn selbst die höchste Dividende fällt bei Kursschwankungen von mehreren hundert Prozent — innerhalb eines einzigen Jahres — überhaupt nicht mehr ins Gewicht. Man vergleiche einmal hierzu die Kursentwicklung unseres größten Unternehmens, der J. G. Farbenindustrie, die wir in der Tabelle V (s. S. 52) wiedergegeben haben. Welchen Einfluß kann schon eine Dividende von 10 % (im Jahre 1926) haben bei einem Kursausschlag von 272,75 % (!) in diesem Jahre. Oder im nächsten Jahre stehen 12 % Dividende einer Kursveränderung von 115 % gegenüber. Selbst die höchste Nachkriegszeitdividende dieser Gesellschaft im Jahre 1929 von 14 % (12 % Dividende plus 2 % Bonus) fällt kaum ins Gewicht bei einer Kursschwankung von über 100 %. Nun handelt es sich hier durchaus nicht um einen Einzelfall, also um eine Ausnahme, sondern ganz allgemein kann man die Feststellung machen, daß die Kursschwankungen der Nachkriegszeit so bedeutend waren, daß das Risiko eines erheblichen Kursverlustes keinesfalls, selbst nicht durch die höchsten Dividenden, aufgewogen werden konnte. Dies geht nicht nur aus der folgenden Tabelle VI, sondern auch aus allen übrigen Tabellen[8]) (vgl. besonders die Tabellen I, V, VI, IX usw.) mit genügender Deutlichkeit hervor.

[8]) Die Höchst- und Niedrigstkurse sowie die Dividendenangaben sind Neumanns Kurstabellen der Berliner Fondsbörse, Berlin-Leipzig, Jahrgang 1, ff. entnommen, wenn nicht eine andere Quelle angegeben ist.

Tabelle VI.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Roddergrube ab 1924.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-Kurs	Höchstkurs	Niedrigstkurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1924	24	115	180	50	130
1925	24	319,5	380	259	121
1926	24	427,5	550	305	245
1927	27	615	680	550	130
1928	27	765	910	620	290
1929	30	810	900	720	180
1930	30	720	840	600	240
1931	24	605	640	570	70
1932	24	381	422	340	82
1933	24	446,5	468	425	43
1934	18*)	422	445	399	46
1935**)	18***) bzw. 6****)	394,5	399	390	9

*) Davon 10 % (auf nominal 149 400.— RM im Umlauf befindliche Aktien) an die Deutsche Gold-Diskont-Bank. Dies gilt kraft Gesetzes nicht für die beiden Beteiligungen RWE. und Rheinbraun (lt. Saling, der Aktienführer, 1935/36).

**) seit dem Februar 1935 hat eine Notiz nicht mehr stattgefunden.

***) auf nom. RM 18 Mill. Aktien der 1. Serie, davon wieder 10 % an die Deutsche Gold-Diskont-Bank für den Anleihestock.

****) auf nom. RM 18 Mill. Aktien der 2. Serie für die Zeit ab 1. Juli 1935.

Ist nun ein Aktionär einmal gezwungen, unter ungünstigen Umständen seine Aktien zu veräußern, so kann er u. U. mehr als das Zehnfache seines Dividendeneinkommens verlieren. Er kann also, wenn er als sorgfältiger Kaufmann handeln will, sein Vermögen niemals in diesen Aktien „anlegen", sondern er muß sich im klaren darüber sein, daß er eine mehr oder minder risikoreiche Spekulation eingeht. Jedenfalls hat ein Aktienerwerber, besonders aber in der Nachkriegszeit, niemals seine Aktien erworben in dem Gedanken, daß sie ihm eine Rendite von 2,92 % oder 3,54 % gewähren würden, sondern er dachte zweifellos, an den Kursdifferenzen zu verdienen, die zwischen 50 bis 100 % im Durchschnitt schon, und im Einzelfalle noch viel mehr Prozent ausmachten. Wenn man dagegen den Statistikern Glauben schenken wollte, so wäre es als „bewiesen" anzusehen, daß „einzig und allein" die Renditenerwägung, selbst auch in der Nachkriegszeit, von ausschlaggebender Bedeutung für die Kursbildung am Aktienmarkt gewesen wäre. Daß dies selbst nicht einmal für die Vorkriegszeit in allen Fällen richtig ist, beweisen unsere folgenden Tabellen zur Genüge.

Tabelle VII.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Höchster Farbwerke ab 1896.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-Kurs	Höchstkurs	Niedrigstkurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1896	28	432,5	450	415	35
1897	26	455,0	485	425	60
1898	26	422,5	450	395	55
1899	26	409,0	426	392	34
1900	20	366,5	396	337	59
1901	20	328,5	352	305	47
1902	20	340,5	365	315	51
1903	20	370,5	392	349	43
1904	20	379,5	414	345	69
1905	24	391,5	415	368	47
1906	30	418,5	457	380	77
1907	30	446,0	481	411	70
1908	27	421,5	477	366	111
1909	27	423,0	474	372	102
1910	27	497,5	551	444	107
1911	30	536,0	563	509	54
1912	30	596,0	665	527	138
1913	30	618,0	650	586	64
1914	20	548,0	681	415	266

Tabelle VIII.

Kurs- und Dividendenentwicklung bei der A.-G. für Rhein.-Westf. Industrie ab 1896.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-Kurs	Höchstkurs	Niedrigstkurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1896	10	132,25	148,5	116,0	32,5
1897	14	174,25	204,5	144,0	60,5
1898	22	230,25	268,5	192,0	76,5
1899	21	289,75	328,5	251,0	77,5
1900	60	262,50	300,0	225,0	75,0
1901	0	171,00	234,0	108,0	126,0
1902	0	122,40	145,0	99,8	45,2
1903	5	121,30	132,1	110,5	21,6
1904	8	149,38	173,5	125,3	48,3
1905	19	200,80	238,6	163,0	75,6
1906	40	261,75	305,0	218,5	86,5
1907	6	213,00	284,5	141,5	143,0

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1908	4	146,50	172,0	121,0	51,0
1909	6	162,25	179,5	145,0	34,5
1910	6	159,55	171,1	148,0	23,1
1911	4	139,13	158,0	120,3	37,8
1912	4	137,38	160,0	114,8	45,3
1913	4	109,50	125,0	94,0	31,0
1914	0	120,63	136,3	105,0	31,3

Tabelle IX.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien des Bochumer Vereins ab 1889.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-Kurs	Niedrigst-kurs	Höchst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1889	10	238	188	288	100
1890	6½	212	148	276	128
1891	6½	125	99	151	52
1892	3½	125	106	144	38
1893	4½	125	110	140	30
1894	5	132,5	121	144	23
1895	7	158	134	182	48
1896	12½	157,8	146,9	168,8	21,8
1897	15	177,2	148,5	205,9	57,4
1898	16⅔	215,4	195,4	235,5	40,1
1899	16⅔	258,5	229,5	287,5	58
1900	13⅓	226,2	167	285,4	118,4
1901	7	178,4	155,1	201,8	46,7
1902	7	184,0	163,6	204,5	40,9
1903	10	184,0	171,9	196,1	24,2
1904	12	206,9	179,2	234,6	55,3
1905	15	247,4	234,3	260,5	26,2
1906	16⅔	244,5	231,2	257,7	26,5
1907	15	221	190	252	62
1908	12	208,5	188,9	228	39,1
1909	12	233,9	210,6	257,2	46,6
1910	12½	236,3	220,3	252,3	32
1911	14	230	218,3	241,8	23,5
1912	14	223,6	205,5	241,8	36,2
1913	10	213,1	202,3	224	21,7
1914	14	208,4	189,7	227,2	37,5

2. Der Einfluß der Dividendenpolitik.

Man ersieht daraus, daß selbst in der Vorkriegszeit der Aktionär nicht zu jedem beliebigen Zeitpunkt seine Aktien veräußern konnte, wenn er nicht erhebliche Kursverluste in Kauf nehmen wollte. In der Tat gab es für den „Rentneraktionär" nur eine verschwindend geringe Anzahl von Aktien, die Jahr für Jahr eine ziemlich gleichbleibende Dividende zahlten und die Aktie sozusagen zu einem fast stabilen Rentenpapier machten. In Deutschland waren dies vor allem die Aktien der Großbanken, die schon seit den neunziger Jahren begonnen hatten, eine systematische Dividendenpolitik zu treiben. In Frankreich waren es vor allem die Aktien der verschiedenen Eisenbahngesellschaften und in England die sogenannten Tarifwerte, und darunter besonders wieder die Gasgesellschaften, die sich durch ihre geringen Kursschwankungen zu solchen rentenmäßigen Anlagen besonders eigneten. Aber selbst diese sichersten Aktien wiesen jährliche Kursschwankungen von 10 bis 25 % auf. So haben wir bei den Aktien der Deutschen Bank, ebenso denen der Dresdner Bank, für die Zeit von 1889 bis 1914 eine durchschnittliche Kursschwankung von 22 % für diese Zeit errechnet. Aus den folgenden Tabellen ergeben sich die näheren Einzelheiten.

Tabelle X.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Deutschen Bank ab 1889.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1889	10	171,5	177	166	11
1890	10	165	182	148	34
1891	9	153	167	139	28
1892	8	159,5	168	151	17
1893	8	159,5	172	147	25
1894	9	164	173	155	18
1895	10	196,5	223	170	53
1896	10	190,5	198	183	15
1897	10	199	212	186	26
1898	10,5	200,5	211	190	21
1899	11	207,5	216	199	17
1900	11	196,5	213	180	33
1901	11	198,5	210	187	23
1902	11	209,0	215	203	12
1903	11	216,5	225	208	17
1904	12	223,0	236	210	26
1905	12	239,5	246	233	13
1906	12	240,0	247	233	14
1907	12	230,5	243	218	25
1908	12	234,5	242	227	15
1909	12,5	243,5	249	238	11
1910	12,5	256,0	263	249	14
1911	12,5	262,5	271	254	17
1912	12,5	256,0	269	243	26
1913	12,5	247,5	258	237	21
1914	10	240,0	262	218	44
1924	10	13,1	19,5	6,7	12,8
1925	10	118,5	135,0	102	33
1926	10	149,0	194,0	104	90
1927	10	180,0	213,0	147	66
1928	10	167,1	175,8	158,5	17,3
1929	10	158,3	176,5	140	36,5
1930	6	139,0	154,0	106	48
1931	0	88,4	116,0	60,8	55,3
1932*)	0	37,0	44,0	30,0	14,0
1932	0	75,8	76,5	75,0	1,5
1933	0	57,3	74,0	40,5	33,5
1934	0	64,0	77,0	51,0	26
1935	4	86,0	96,5	75,5	21

*) ab 18. Juli 1932 Notiz für alte Aktien eingestellt.

Diese Tabellen zeigen uns, daß es den deutschen Großbanken in der Vorkriegszeit mit recht gutem Erfolg geglückt ist, mit Hilfe der Dividendenstabilisierungspolitik die Kursschwankungen ihrer Aktien auf ein Minimum zu beschränken. Ebenso gut zeigen aber auch die Tabellen, daß ihnen in der Nachkriegszeit nur ein sehr geringer Erfolg damit beschieden war. Dies ist aber keineswegs verwunderlich. Schon die Kriegsjahre mit ihrer Hochkonjunktur, und noch mehr die Inflationsjahre mit ihren Sachwerthaussen, haben die Renditeerwägungen als absolut unbedeutend gegenüber den gewaltigen Kursveränderungen in den Hintergrund treten lassen und somit vielfach ausgeschaltet. Keine einzige Berufsgruppe hat sich von dieser Entwicklung freihalten können. Selbst nicht einmal die Großbanken, wie unsere Tabelle X (Deutsche Bank) und die folgende Tabelle XI (Dresdner Bank) zeigen.

Tabelle XI.
Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Dresdner Bank ab 1889.
(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1889	10	169,0	192	146	46
1890	10	169,0	198	140	58
1891	7	144,0	162	126	36
1892	7	140,5	152	129	23
1893	5,5	144,0	160	128	32
1894	8	144,5	156	133	23
1895	8	168,5	185	152	33
1896	8	158,5	164	153	11
1897	9	156,0	164	148	16
1898	9	160,0	166	154	12
1899	9	162,5	167	158	9
1900	8	152,0	166	138	28
1901	4	134,0	152	116	36
1902	6	138,5	149	128	21
1903	7	152,5	160	145	15
1904	7,5	150,5	159	142	17
1905	8,5	161,0	169	153	16
1906	8,5	161,0	168	154	14
1907	7	146,5	159	134	25
1908	7,5	142,5	149	136	13
1909	8,5	154,5	163	146	17
1910	8,5	161,5	167	156	11
1911	8,5	158,0	165	151	14
1912	8,5	155,0	162	148	14
1913	8,5	150,0	158	142	16
1914	6	148,5	159	138	21
1924	8	8,31	12,6	4,0	8,6
1925	8	108,50	117,0	100,0	17,0
1926	10	138,00	175,0	101,0	74,0
1927	10	170,00	200,0	140,0	60,0
1928	10	162,75	174,0	151,5	22,5
1929	10	157,75	174,5	141,0	33,5
1930	6	130,75	155.5	106,0	49,5
1931	0	77,25	116,5	38,0	78,5
1932	0	21,25	24,0	18,5	5,5
1932*)	0	63,63	65,5	61,8	3,8
1933	0	48,15	61,8	34,5	27,3
1933*)	0	55,00	59,5	50,5	9,0
1934	0	68,63	79,3	58,0	21,3
1935	4	86,50	96,5	76,5	20,0

*) Nach der Kapitalzusammenlegung.

Auch in den der Stabilisierung folgenden Jahren änderte sich infolge der großen Kursschwankungen (man vergleiche hierzu nur einmal unsere Tabellen I u. V) hieran nichts, da das Börsenpublikum jener Zeit nur auf Gewinne aus Kursdifferenzen rechnete, während das Anlage suchende Publikum nach dem verhältnismäßig ruhigeren Rentenmarkt abgewandert war. Ja, selbst für die Rentenmärkte läßt sich für jene Zeit eine stärkere spekulative Einstellung nachweisen. Es wäre also verwunderlich gewesen, wenn den Bemühungen der Banken der gleiche Erfolg unter nun vollkommen veränderten Verhältnissen beschieden gewesen wäre. Wir können den geringen Erfolg der Banken mit ihrer Stabilisierungspolitik als eine

Bestätigung dafür ansehen, daß für das große Börsenpublikum der Nachkriegsjahre die Kursgewinne an die erste Stelle ihrer Erwägungen getreten waren und die Renditeerwägungen nur noch eine sehr untergeordnete Rolle spielten. Damit wird durchaus nicht gesagt, daß die Dividenden-Stabilisierungspolitik der Banken ohne jeden Einfluß auf die Kursbildung ihrer Aktien war, sondern man darf als sicher annehmen, daß ohne diese Dividendenpolitik die Kursschwankungen noch viel größer gewesen wären. Aber auch die Industriegesellschaften versuchten, allzu große Schwankungen in ihren Dividendenausschüttungen zu vermeiden. Freilich stand bei ihnen das Kursstabilisierungsmoment nicht im Vordergrund. Durch die überaus starke Kapitalknappheit in dem Deutschland der Nachkriegszeit gezwungen, waren die meisten Gesellschaften in jenen Jahren dazu übergegangen, nicht mehr die vollen Gewinne auszuschütten, sondern mitunter recht erhebliche Teile derselben zur Stärkung ihrer inneren Betriebe zu verwenden. Diese Selbstfinanzierung (das Aufspeichern erheblicher Gewinnteile im eigenen Betriebe) hatte nun neben vielen anderen Vorteilen, die uns hier in diesem Zusammenhange nicht interessieren, den großen Vorteil, daß man auch in mageren Jahren eine Dividende verteilen konnte, oder man konnte wenigstens eine sonst zu niedrig ausfallende Dividende doch noch — trotz eines schlechteren Ergebnisses — auf die gleiche Höhe wie die besseren des Vorjahres bringen[9]). Auch eine ganze Reihe anderer Gesellschaften hatten sich solche Dividendenergänzungsfonds geschaffen. Nun steht aber dem Vorzug einer gleichmäßigen Dividendenausschüttung — und damit auch geringeren Kursschwankungen der Aktien — wenigstens insoweit als die Dividende als Kursbestimmungsfaktor Einfluß hat — wieder der Nachteil gegenüber, daß nun die Bestimmung der Dividendenhöhe der Willkür der Verwaltung überlassen bleibt und es dem außenstehenden Aktieninteressenten einfach unmöglich gemacht ist, die zukünftige Dividende richtig voraus zu schätzen. So konnte man öfters beobachten, daß die von der Börse auf Grund des Auftragsbestandes sowie des Beschäftigungsnachweises usw. berechnete Dividende sich erheblich von der tatsächlich zur Ausschüttung gelangenden Dividende unterschied und zu mitunter recht erheblichen Kurskorrekturen Anlaß gab. Man sieht also, daß man nicht einfach allgemein behaupten kann, daß die Dividendenpolitik an sich schon Kursschwankungen, die von der Seite der Dividendenänderung kommen, weitgehend verhindere, sondern dies hängt durchaus von dem Geist ab, in dem sie gehandhabt wird.

3. Die Dividende als ein Hauptfaktor der Preisbildung.

Von größter Wichtigkeit ist es nun, daß man sich klar macht, welchen Einfluß die Dividende überhaupt bei dem Preisbildungsvorgang hat. Nach unserer obigen auf deduktivem Wege gefundenen Einsicht, konnten wir der Dividende als Kursbestimmungsfaktor zwar nicht die alleinige Herrschaft zuerkennen, aber ihr immerhin doch eine recht einflußreiche Stellung zuweisen. Wir haben weiter hier noch die Aufgabe, dieses Ergebnis nun auch statistisch zu unterbauen, denn unsere Behauptung muß sich mit der tatsächlichen Kursentwicklung in Uebereinstimmung befinden. Wir dürfen also erwarten, daß zwischen dem Verlauf der Entwicklung der Dividenden und dem Verlauf der Entwicklung der Börsenkurse eine gewisse Parallität bestehen wird. Der Gleichlauf wird nun ein mehr oder minder guter sein, je nach der ökonomischen Lage der jeweils von uns untersuchten Gesellschaft. Einen vollkommenen Gleichlauf dürfen wir aber keineswegs erwarten, denn es wirken ja neben der Dividende auch alle übrigen Faktoren bei dem Preisbestimmungsvorgang noch mit. Zunächst wollen wir hier noch einige Tabellen folgen lassen, die unsere bereits oben wiedergegebenen in gewisser Weise zu ergänzen haben.

9) Man vergleiche hierzu etwa die Meldung der „Frankfurter Zeitung" vom 26. Februar 1932, Nr. 153, des Inhalts, daß die Berliner Handelsgesellschaft trotz eines Abstrichs von 5 Millionen an den Reserven eine 4%ige Dividende zahle. Oder die Nachricht der „Frankfurter Zeitung" in Nr. 205/6 vom 17. März 1932, daß die Reichsbank auch im Krisenjahr wieder 12% Dividenden zahle, davon 4% allerdings aus dem Dividendenergänzungsfonds.

Tabelle XII.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Hapag ab 1896.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1896	8	121,0	136	106	30
1897	6	122,5	138	107	31
1898	8	116,5	125	108	17
1899	8	123,5	130	117	13
1900	10	124,0	131	117	14
1901	6	118,0	132	104	28
1902	4,5	106,0	116	96	20
1903	6	104,0	111	97	14
1904	9	116,5	130	103	27
1905	11	150,5	174	127	47
1906	10	163,0	173	153	20
1907	6	134,0	157	111	46
1908	0	113,0	122	104	18
1909	6	121,5	135	108	27
1910	8	140,0	147	133	14
1911	9	135,5	146	125	21
1912	10	150,5	164	137	27
1913	10	147,0	163	131	32
1914	0	123,5	144	103	41
1924	0	34,2	50,9	17,5	33,4
1925	0	72,1	99,6	44,5	55,1
1926	6	141,0	189,0	93,0	96,0
1927	8	150,0	178,0	122,0	56,0
1928	7	154,8	178,8	134,8	40,1
1929	7	114,8	141,0	88,5	52,1
1930	6	88,4	116,4	60,5	55,9
1931	0	50,6	76,3	25,0	51,3
1932	0	15,9	21,8	10,0	11,9
1933	0	16,9	25,0	8,8	16,2
1933*)	0	26,6	29,3	23,8	5,4
1934	0	26,0	32,3	19,8	12,5
1935	0	25,2	36,3	14,0	22,3
1936**)	0	15,2	16,9	13,5	3,4

*) Kurse ab Dezember 1933 für im Verhältnis 3:1 zusammengelegte Aktien.
**) nur bis einschl. Monat Oktober 1936.

Tabelle XIII.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Daimler-Benz-A.-G., Stuttgart, ab 1911.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1911	10	225,0	240	210	30
1912	12	292,5	363	222	141
1913	14	334,5	372	297	75
1914	16	364,0	407	321	86
1924	0	4,4	7,1	1,6	5,5
1925	0	42,5	68,5	16,5	52,0
1926	0	68,0	115,0	21,0	94,0
1927	0	110,5	147,0	74,0	73,0
1928	0	96,0	120,0	72,0	48,0
1929	0	53,1	75,3	31,0	44,3

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1930	0	33,0	45,0	21,0	24,0
1931	0	23,1	35,5	10,8	24,8
1932	0	16,7	25,5	7,8	17,8
1933	0	28,4	37,0	19,8	17,3
1934	0	46,6	57,4	35,3	22,6
1935*)	5	76,0	104,1	48,0**)	56,0
1936***)	0	111,9	134,0	89,7	44,3

*) nach Kapitalherabsetzung 5:3.
**) Dieser Kurs ist der Niedrigstkurs vor der Kapitalzusammenlegung im Verhältnis 5:3 gewesen, nach der Zusammenlegung betrug der Niedrigstkurs $80^5/_8$ %.
***) nur bis einschl. Monat August.

Tabelle XIV.

Die Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien der Vereinigten Königs- und Laurahütte, Berlin-Königshütte, ab 1889.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1889	11	153,0	180	126	54
1890	8	154,0	177	131	46
1891	4	122,0	142	102	40
1892	3	106,5	123	90	33
1893	4	102,5	115	90	25
1894	4	124,0	136	112	24
1895	8	139,0	158	120	38
1896	10	152,5	163	142	21
1897	13,5	167,0	184	150	34
1898	15	199,0	217	181	36
1899	16	245,0	276	214	62
1900	14	235,0	284	186	98
1901	10	194,0	216	172	44
1902	11	199,0	211	187	24
1903	11	226,5	242	211	31
1904	10	236,0	260	212	48
1905	12	256,5	277	236	41
1906	12	238,5	252	225	27
1907	10	230,0	247	213	34
1908	4	205,0	220	190	30
1909	4	191,0	204	178	26
1910	4	185,5	202	169	33
1911	6	165,5	179	152	27
1912	8	170,0	183	157	26
1913	4	162,0	178	146	32
1914	4	143,0	166	120	46
1924	0	17,3	31,0	3,6	27,4
1925	0	50,5	78,0	23,0	55,0
1926	0	57,5	91,0	24,0	67,0
1927	0	87,5	113,0	62,0	51,0
1928	0	76,2	87,5	65,1	22,4
1929	0	58,9	74,9	43,0	31,9
1930	0	45,3	56,5	34,0	22,5
1931	0	31,8	41,5	22,0	19,5
1932	0	16,3	29,8	2,8	27,0
1933	0	20,0	26,8	13,3	13,5
1934	0	26,6	36,3	16,9	19,4
1935	0	22,1	26,1	18,1	8,0
1936*)	—	22,5	25,5	19,5	6,0

*) nur bis einschl. Monat Mai.

Tabelle XV.

Kurs- und Dividendenentwicklung der Aktien des Eschweiler Bergwerkvereins, Kohlscheid, ab 1889.

(Alles in Prozenten.)

Jahr	Dividende	Durchschn.-kurs	Höchst-kurs	Niedrigst-kurs	Größte Kursschwank. innerh. ds. Js.
1889	11,5	136,5	175	98	77
1890	12	148,0	174	122	52
1891	6	118,0	148	88	60
1892	4	82,5	95	70	25
1893	3	80,5	90	71	19
1894	8	102,0	125	79	46
1895	9	141,0	165	117	48
1896	14	162,5	170	155	15
1897	15	192,0	214	170	44
1898	15	206,5	221	192	29
1899	20	231,0	258	204	54
1900	20	237,5	285	190	95
1901	16	197,5	225	170	55
1902	14	208,0	230	186	44
1903	14	239,5	265	214	51
1904	14	245,5	267	224	43
1905	14	265,0	289	241	48
1906	14	254,0	273	235	38
1907	12	223,0	253	193	60
1908	8	198,5	213	184	29
1909	8	194,5	213	176	37
1910	8	198,5	215	182	33
1911	8	175,5	191	160	31
1912	10	168,5	183	154	29
1913	10	199,0	222	176	46
1914	10	219,0	229	209	20
1924	14	90,5	124	57	67
1925	14	—*)	—*)	—*)	—*)
1926	14	—*)	—*)	—*)	—*)
1927	14	196,0	250	142	108
1928	14	218,0	239	197	42
1929	14	203,5	220	187	33
1930	14	209,5	226	193	33
1931	14	191,0	212	170	42
1932	14	178,1	197	159,3	37,8
1933	14	209,8	230	189,5	40,5
1934	14	263,0	318	208	110
1935	14**)	268,4	295	241,8	53,2

*) Im Jahre 1925 und 1926 nur in Papiermark gehandelt.
**) davon 6% laut Anleihestockgesetz an Deutsche Golddiskontbank abgeführt.

Im großen und ganzen betrachtet, läßt sich auch hier wieder ein gewisses Gleichmaß in der Entwicklung der Kurse zu den Dividenden feststellen. Ebenso aber kann man einige recht beträchtliche Abweichungen feststellen. So können wir beim Eschweiler Bergwerksverein, der infolge eines Dividendengarantievertrags ab 1926 nun schon durch 9 Jahre hindurch die gleiche Dividende von 14 % zahlte, trotzdem für 1927 eine Kursschwankung von 108 % und für 1934 — also im 9. Jahr der absolut stabilen Dividendenzahlung — gar die recht beträchtlich zu nennende Kursschwankung von 110 % feststellen. Auch aus den übrigen Tabellen lassen sich solche Unregelmäßigkeiten leicht ablesen. So können wir selbst eine gegenteilige Entwicklung des Kursverlaufs gegenüber der Dividendenzahlung feststellen, wie sie z. B. bei der Laurahütte vorliegt. (Vgl. hierzu die Tabelle XIV auf S. 37.)

Im Jahre 1908 entsprach eine Dividende von 4 % einem Höchstkurs von 220 %
„ „ 1909 „ „ „ „ 4 % „ „ „ 204 %
„ „ 1910 „ „ „ „ 4 % „ „ „ 202 %

bezw. einem Niedrigstkurs von 190 % (1908), 178 % (1909) und von 169 % (1910). Ist schon die Kurshöhe von rund 200 % bei einer nur 4%igen Dividendenausschüttung nicht mit dem „Ertragsprinzip“, wie es Donner in seiner schon öfters genannten Arbeit vertritt, vereinbar, so wird die weitere Entwicklung dieses Verhältnisses für die Verfechter des Ertragswertgedankens als einziger Erklärungsgrundlage noch unerklärlicher, denn:

J. J. 1911 entspr. eine Divid. v. 6% einem Höchstk. v. 179% u. einem Niedrigstk. v. 152%
„ „ 1912 „ „ „ „ 8% „ „ „ 183% „ „ „ „ 157%
„ „ 1913 „ „ „ „ 4% „ „ „ 178,2% „ „ „ 146%

Wir sehen also, daß die Börse auf eine 50%ige Dividendenerhöhung mit einem Kursrückgang antwortet. Auch der Einwand, daß dieser Kursrückgang durch eine stärkere Veränderung des allgemeinen Zinsniveaus bedingt sein könnte, also von der Seite der Rendite her verursacht sei, verfängt hier nicht. Der Monatsdurchschnittssatz der Rendite der festverzinslichen Papiere betrug für das Jahr 1910 = 3,76 % und für das Jahr 1911 = 3,79 %, also kaum eine wesentliche Aenderung. Auch der Monatsdurchschnittssatz des Privatdiskonts zeigt für die beiden in Frage kommenden Jahre keine Veränderung. Er beträgt für beide Jahre 1910 und 1911 genau dasselbe, nämlich 3,54 %. Das Jahr 1912 bringt zwar eine winzige Steigerung der Kurshöhe, nämlich von 179 auf 183 %, die aber durchaus nicht der viel stärkeren Erhöhung der Dividende entspricht, besonders wenn man die Kurshöhe des Jahres 1912, die auf einer 8%igen Dividende fußt, mit der des Jahres 1913, die sich auf eine 4%ige Dividende stützt, in Vergleich setzt. Nun kann man auch nicht den Einwand bringen, daß die allgemeine Konjunkturlage diese „Absonderlichkeit“ herbeigeführt habe. Ganz im Gegenteil unterstreicht sogar noch die allgemeine Konjunkturlage diese „unerklärbare“ Entwicklung. Im Jahre 1908 befanden wir uns nämlich in einer ausgesprochenen Depression, und trotzdem stellen wir einen Höchstkurs von 220 % und einen Niedrigstkurs von 190 % bei einer nur 4%igen Dividende fest. Vom Jahre 1909 bis Mitte 1911 reicht der Aufschwung der Kurse, und von Mitte 1911 bis Ende 1912 haben wir sogar eine „Hochkonjunktur“, und trotzdem bleiben bei doppelt so hoher Dividende die Kurse unter dem Niveau der durch eine 4%ige Dividende bedingten Kurse des Kurstiefstandes des Jahres 1908 zurück! Und selbst das Jahr 1913 (beginnende Krise (?)) zeigt bei einer halbierten Dividende und absteigender Konjunkturrichtung einen nur ganz unbedeutenden Kursrückgang (besonders im Verhältnis zur halbierten Dividende) von 5 % vom Höchstkurs und ein Sinken des Niedrigstkurs um nur ganze 11 %! Nun handelt es sich hier auch nicht um einen Ausnahmefall. Der Leser kann selbst aus unseren angeführten Tabellen viele solcher „Anomalien“ (natürlich nur Anomalien für die Verfechter eines gekünstelten und übersteigerten Ertragswertgedankens) herauslesen. Auch dieses Beispiel haben wir wieder nur deshalb so eingehend hier dargelegt, um einen weiteren Beleg dafür zu bringen, wie verfehlt es ist, in den Aktienkursschwankungen einzig und allein nur „bloße Rechnungsvorgänge im Kapitalisierungsprozeß der Dividenden“[10]) sehen zu wollen. Es erscheint uns angebracht, daß auch hier noch einmal auf den tatsächlichen Einflußbereich der Dividende hingewiesen wird, um jedem Mißverständnis vorzubeugen.

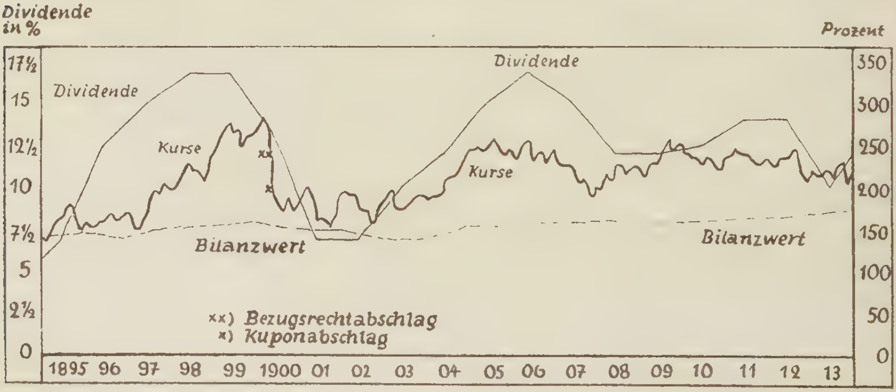
Unterstellen wir zunächst einmal, daß tatsächlich der anlagesuchende Aktieninteressent allein für die Kursbildung von Bedeutung sei. Dann muß dieser Aktieninteressent genau wie jeder andere Kapitalanleger auch verlangen, daß erstens seine Anlage eine gewisse Sicherheit besitzt, und zweitens daß ihm aus ihr ein gewisser Ertrag zufließt. Nun darf man hier keineswegs den Einwand bringen, daß das Moment der Sicherheit gerade bei der Aktie von absolut untergeordneter Bedeutung sei. Dies ist nämlich nur scheinbar richtig. Dann nämlich, wenn die Sicherheit im allgemeinen gewährleistet ist, also in Friedenszeiten bei einer geordneten Entwicklung des gesamten Geschäftslebens. In diesem Fall sucht der Anleger tatsächlich die bessere Rendite, den höheren Ertrag und ist durchaus bereit, ein gewisses höheres Risiko in Kauf zu nehmen, da ihm ja die Sicherheit seiner Anlage durch die guten allgemeinen Verhältnisse gewährleistet erscheint. Aber selbst hier, in diesem günstigsten Falle, wird er doch einen Unterschied machen zwischen einer Anlage in einem erstklassigen

[10]) Christodulopulos, a. a. O., S. 233.

Großbankpapier oder einer Anlage in den Aktien einer Holdinggesellschaft von überseeischen exotischen Silber- oder Kupferminen. Eine ganz andere Sachlage liegt dagegen vor, wenn die Anlage in unruhigen Zeiten vorgenommen werden soll. Dann, z. B. in Kriegszeiten, in Revolutionszeiten, bei andauernden Wirtschaftskrisen, wird das Moment der Sicherheit der Anlage im Vordergrund seiner Erwägungen stehen und der Ertrag der Anlage nur eine sehr untergeordnete Rolle spielen. Im Grenzfalle sogar gar keine, denn dann will der Investor nur seinen Wert erhalten, er will seinen Wert als solchen über die schlechte Zeit, z. B. eine Inflation, hinwegbringen. Man erinnere sich nur an die Flucht in die Sachwerte in der Inflationszeit, und dies nicht nur bei uns in Deutschland. Wir sehen also, daß das Moment der Sicherheit der Anlage eine Berücksichtigung der substanzbedingten Faktoren verlangt, neben dem Ertragsmoment, der Berücksichtigung der zukünftigen Dividende. Nun wollen wir auch unsere obige Einschränkung, daß nur der anlagesuchende Aktieninteressent von Bedeutung sei, wieder aufheben. Denn in Wirklichkeit muß man die Beliebtheit der Aktie als Anlageobjekt gerade auf ihre doppelte Ertragsfähigkeit, nämlich den Dividendenertrag sowie den Spekulationsertrag (Kursgewinne) zurückführen. Damit ergibt sich also auch von dieser Seite her eine Einschränkung des Wirkungsfeldes der Dividende als Kursbestimmungsfaktor. Wir dürfen aus all diesen oben genannten Gründen dann auch nur einen sehr lockeren Zusammenhang zwischen der Dividendenkurve und der Kurskurve bei unseren nun folgenden graphischen Darstellungen erwarten. Dies bestätigt sich denn auch, wie man aus dem Verlauf der auf Tafel I dargestellten Dividenden- und Kurskurven des Bochumer Vereins für Bergbau und Gußstahlfabrikation vom Jahre 1895 bis Anfang 1914 ersehen kann[11]).

Tafel I

Dividenden- und Kursentwicklung (Monatsdurchschnittskurse) der Aktien des Bochumer Vereins für Bergbau- und Gußstahlfabrikation, Bochum, vom Jahre 1895 bis zum Anfang 1914[11]).



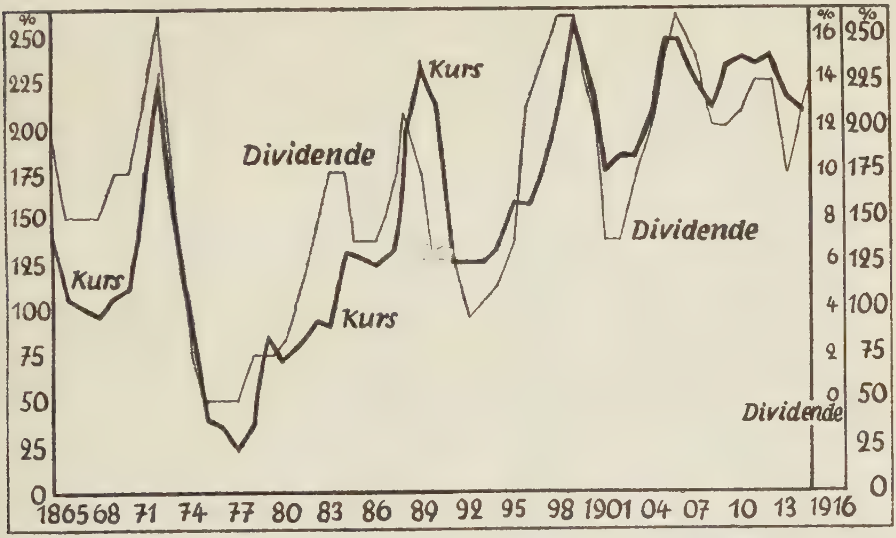
Unserer Darstellung liegen die aus den Monatshöchst- und- niedrigstkursen der Neumann's Kurstabellen errechneten Monatsdurchschnittskurse zugrunde. Auch die Dividendenangaben sind Neumanns's Kurstabellen der Berliner Fondsbörse, Berlin-Leipzig, entnommen. Die Bilanzzahlen sind „Saling's Börsenpapiere" sowie den Geschäftsberichten der Gesellschaft entnommen.

11) Mit voller Absicht haben wir uns zu unserer Darstellung gerade eine Gesellschaft mit erheblich schwankender Dividendenzahlung herausgesucht. Wir hätten eine weit bessere Angleichung der Dividendenkurve an die Kurskurve erzielen können, wenn wir eine Großbank, z. B. die Deutsche Bank, oder ein anderes in der Vorkriegszeit sich ruhiger entwickelndes Unternehmen, z. B. die AEG. (Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft) zur Darstellung gebracht hätten. Aber wir sagten uns, wenn wir selbst an einem möglichst ungünstigen Beispiel eine gewisse Parallelität in dem Kurvenverlauf aufzeigen können, so ist dies dann auch ein weit durchschlagenderes Argument für die wahrscheinliche Richtigkeit unserer Ueberlegungen als eine noch so gute Uebereinstimmung bei einem Unternehmen, dessen Kurse künstlich stabil gehalten werden.

Wir sehen, daß der Bilanzwert, der um 150 % herum schwingt, die untere Grenze der Kursentwicklung angibt. Doch ist dies keineswegs typisch, wie wir aus unseren obigen Ausführungen bereits wissen. Der Zusammenhang der Dividenden- mit der Kurskurve ist der erwartete lockere. Nun wissen wir aber schon von unserer methodischen Einleitung her, daß, wenn wir von der monatlichen zur jährlichen Darstellung übergehen, sich als Folge einer stärkeren Kompensation der Zahlenwerte eine bessere Uebereinstimmung der Dividendenkurse mit der Kurskurve ergibt. Dies läßt auch unsere hier folgende Tafel II sehr gut erkennen.

Tafel II

Dividenden- und Kursentwicklung (Jahresdurchschnittskurse) der Aktien des Bochumer Vereins für Bergbau und Gußstahlfabrikation, Bochum, vom Jahre 1865 bis 1914.



Gleichzeitig damit haben wir aber unsere Untersuchung auf den verhältnismäßig großen Abschnitt von 50 Jahren ausgedehnt. Das Ergebnis bestätigt uns denn auch, daß selbst über einen so langen Zeitabschnitt und bei so außerordentlich starken Dividendenschwankungen trotzdem eine gewisse Uebereinstimmung zwischen der Dividenden- und der Kursentwicklung ganz unverkennbar ist.

Von 1865 bis 1888 einschl. liegen unserer Darstellung nur Jahresultimokurse zugrunde. Ab 1889 bis 1914 jedoch aus den Jahreshöchst- und -niedrigstkursen berechnete Durchschnittskurse[12]. Ueber einen Zeitraum von 50 Jahren verläuft die Kurskurve parallel zur Dividendenkurve, wenn sie auch nicht alle Uebertreibungen der Dividendenentwicklung so scharf mitmacht. Auch der Tiefstpunkt der Kurskurve im Jahre 1877 von 23 % fällt mit dem dritten und letzten dividendenlosen Jahr zusammen, ebenso die Höhepunkte mit einziger Ausnahme des Jahres 1889. Die verhältnismäßig geringe Uebereinstimmung in den Jahren 1883 und 1884 (besonders der Niveauunterschied) ist vielleicht auf die die Kursentwicklung nur sehr schlecht repräsentierenden Ultimokurse, die uns allein für diesen Zeitabschnitt zur Verfügung standen, zurückzuführen. Wir haben aus diesem Grunde einmal die Jahresultimokurse von 1889 bis 1914 den von uns aus den Jahreshöchst- und -niedrigstkursen errechneten Jahresdurchschnittskurse für den gleichen Zeitraum in der folgenden Tabelle (XVI) zum Vergleich gegenübergestellt, um zu zeigen, wie groß der Einfluß etwa gewesen sein könnte.

[12] Dividenden und Kurse vor 1889 sind aus E. Wagon, Die finanzielle Entwicklung deutscher Aktiengesellschaften, Jena 1903, S. 31, entnommen. Alle übrigen Angaben ab 1889 stammen aus Neumanns Kurstabelle der Berliner Fondsbörse.

Tabelle XVI.

Vergleich der Jahresultimo- und Jahresdurchschnittskurse der Aktien des Bochumer Vereins für Bergbau und Gußstahlfabrikation, Bochum, von 1889 bis 1914.

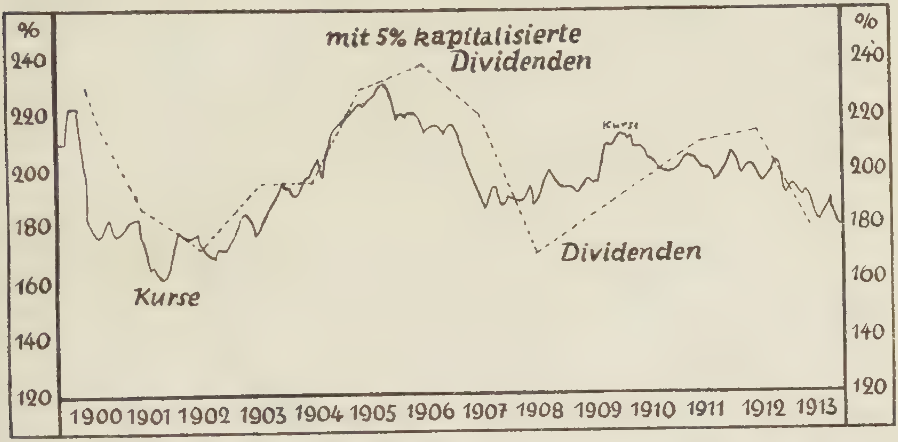
Jahr	Dividenden	Ultimokurse	Durchschnittskurse	Abweichung des Ultimokurses (+) oder (—) v. Durchschn.-Kurs
		(Alles in Prozenten.)		
1889	10	287,90	238,00	+ 49,9
1890	6,5	160,00	212,00	— 52,0
1891	6,5	117,50	125,00	— 7,5
1892	3,5	118,40	125,00	— 6,6
1893	4,5	128,10	125,00	+ 3,0
1894	5	140,60	132,50	+ 8,1
1895	7	149,40	158,00	— 8,6
1896	12,5	166,50	157,83	+ 8,7
1897	15	204,75	177,20	+ 27,5
1898	16,67	229,50	215,45	+ 14,1
1899	16,67	260,30	258,50	+ 1,8
1900	13,33	175,30	226,20	— 50,9
1901	7	174,00	178,45	— 4,4
1902	7	179,19	184,05	— 5,0
1903	10	191,40	184,00	+ 7,4
1904	12	233,25	206,93	+ 26,3
1905	15	244,75	247,38	— 2,6
1906	16,67	241,20	244,48	— 3,2
1907	15	191,20	221,00	— 29,8
1908	12	223,00	208,45	+ 14,6
1909	12	252,75	233,93	+ 18,8
1910	12,5	220,25	236,25	— 16,0
1911	14	234,00	230,00	+ 4,0
1912	14	210,25	223,63	— 13,4
1913	10	208,10	213,15	— 5,0
1914	14	189,75	208,48	— 18,7

Man sieht, es sind zum Teil recht beträchtliche Abweichungen, die das Ergebnis schon ziemlich stark verfälschen können. Natürlich sind wir uns vollkommen im klaren darüber, daß die Ergebnisse je nach der Verwendung der verschiedenen Arten der zugrunde gelegten Kurse auch verschiedene sind. Es wäre natürlich wünschenswert, daß man auch für die Einzelgesellschaft über längere Zeiträume nicht nur monatliche Höchst- und Niedrigstkurse, sondern wahre, aus allen täglichen Notierungen berechnete Mittelwerte verwenden könnte. Doch für längere Zeiträume läßt sich leider solches Material heute noch nicht beschaffen. So muß man schon mit dem vorhandenen vorliebnehmen. Nur muß man eben mit der nötigen Sorgfalt auf die dabei auftretenden Fehlerquellen achten. Wir glauben nun unsererseits, daß wir es da viel leichter hatten als die Verfechter des extremen Theorems, die die Dividende bezw. die kapitalisierte Dividende als den einzigen und allein bestimmenden Kursfaktor ansehen, während wir in ihr ja nur einen, wenn auch sehr wichtigen Faktor sehen. Aus unseren obigen Ausführungen geht dies mit genügender Deutlichkeit hervor. Trotzdem wollen wir, um ganz vollständig zu sein, auch noch aufzeigen, daß ein gewisser Gleichlauf der Dividendenkurve mit der Kurskurve auch bei einer Darstellung des Gesamtkursniveaus sich ebenso feststellen läßt. Vorher müssen wir aber noch auf einen statistischen Kniff hinweisen, der darin besteht, daß man nicht Einzelkurven (wie unsere Kurven auf Tafel I und II), sondern Kurven von Durchschnittswerten zur Darstellung bringt. Man erreicht hierdurch, ähnlich wie beim Uebergang von der monatlichen zur jährlichen Darstellungsweise, eine automatische Angleichung der beiden Kurven. Dies ist sehr einfach zu erklären. Man braucht sich nur daran zu erinnern, daß die Abweichungen der Dividendenkurve nach oben, hervorgerufen durch einen Teil der dargestellten Gesellschaften, durch die Abweichungen nach unten eines anderen Teils der Gesellschaften kompensiert werden und dadurch eben jene stärkere Angleichung erst zustande

kommt. Wir bringen hier mit unserer Tafel III eine solche Durchschnittskurve, die wir S. Freude[13]) entnommen haben, die unsere obigen Ausführungen aufs beste bestätigt.

Tafel III.

Durchschnittskurs- und Dividendenkurve aus 11 Aktienwerten.*)



*) Die Gesellschaften sind: Gelsenkirchener Bergwerk, Harpener Bergbau, Bochumer Gußstahl, Ver. Königs- und Laurahütte, Berliner Maschinenbau, AEG., Hapag, Norddeutscher Lloyd, Stettiner Vulkan, Deutsche Bank, Diskonto-Gesellschaft.

Diese Bestätigung erscheint uns umso wertvoller, als eine ganze Reihe der in der Durchschnittskurve enthaltenen Werte auch unseren eigenen Darstellungen zugrunde liegen.

Doch kehren wir nun wieder zu unserem Gesamtaktienkursniveau zurück. Hier dürfen wir also noch eine viel stärkere Angleichung der beiden Kurven erwarten, da ja bei der viel größeren Anzahl von berücksichtigten Gesellschaften die Kompensation der Einzelwerte eine viel größere ist. Tatsächlich können wir denn auch aus unserer folgenden Tafel IV feststellen, daß sich die Entwicklung der Kurse während eines Zeitraums von 65 Jahren ziemlich eng an die der Dividenden anlehnt.

Tafel IV.

Entwicklung der Aktienkurse und Dividenden in Frankreich von 1870 bis 1937.**)

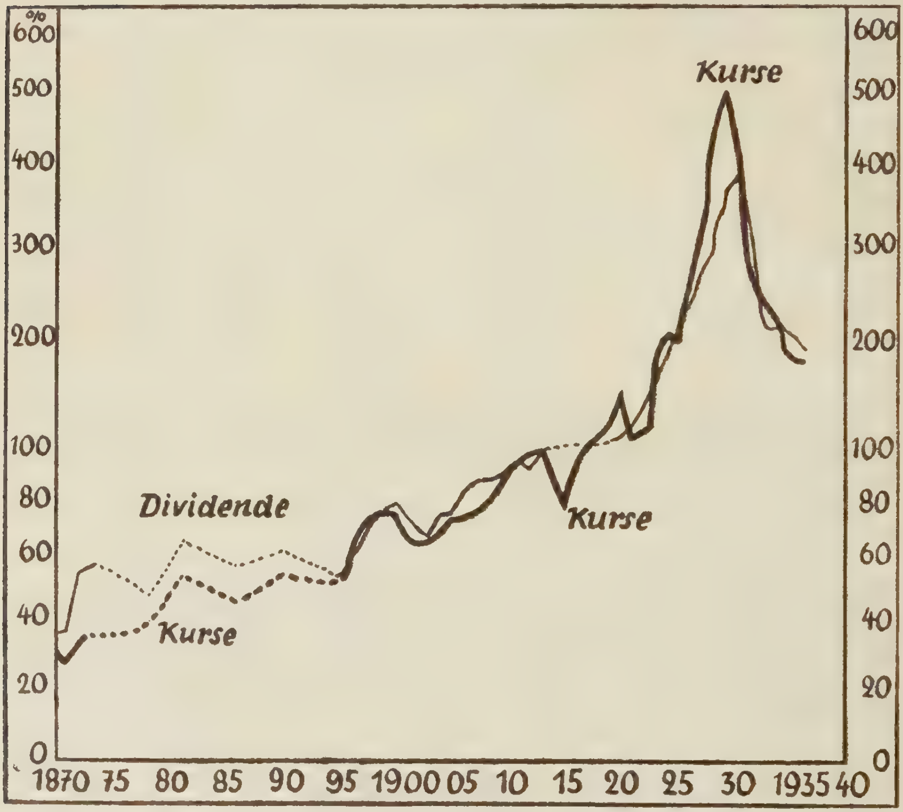
(Tafel hierzu siehe nächste Seite)

**) Bis 1927 sind die Zahlenwerte dem „Journal de la Société de Statistique de Paris", 69. Jahrgang, Nr. 5, S. 107 entnommen; ab 1928 sind die Kurse dem „Bulletin de la Statistique Générale de la France, die Dividenden der „Conjoncture économique et financière" sowie der „Revue d'Economie politique" entnommen.

Wir haben zu unserer Darstellung des Gesamtaktienkursniveaus nicht den französischen Aktienmarkt nur deshalb zugrunde gelegt, weil dort die Uebereinstimmung zwischen Kurs- und Dividendenentwicklung am besten war, sondern weil die Untersuchungen von Jean Déssirier[14]) bisher die einzigen dieser Art überhaupt waren. Unterdessen ist die Lücke für Deutschland durch die sehr verdienstvolle Arbeit von O. Donner[15]) erfreulicherweise geschlossen worden, der den gleichen Zeitraum von 1870 bis 1933 mit Hilfe eines eigenen Indexes, der 80 Werte umfaßt, untersucht hat. Auch für Deutschland ergibt sich ein solcher übereinstimmender Verlauf der Kurs- und der Dividendenkurve.

13) Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkt; Frankfurter Diss. 1928, Gelnhausen 1929, Seite 42.
14) Vgl. hierzu das Literaturverzeichnis.
15) Die Kursbildung am Aktienmarkt, Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten; in: Sonderheft 36 der Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Berlin 1934.

Tafel IV.
Entwicklung der Aktienkurse und Dividenden in Frankreich von 1870 bis 1937.**)
(1913 = 100) (logarithmischer Maßstab)



Besonders bemerkenswert erscheint es uns, daß sich der Gleichlauf der Kurskurve und der Dividendenkurve auch während der Inflation in Frankreich von 1919 bis 1926 erhalten hat. Allerdings hat ja bekanntlich die französische Nachkriegsinflation bei weitem nicht das Ausmaß wie etwa in Deutschland oder in Oesterreich angenommen. Doch hierauf kommen wir noch zu sprechen. Hier an dieser Stelle soll nur festgestellt werden, daß der Gleichlauf der Kurskurve mit der Dividendenkurve bei der Darstellung von Einzelgesellschaften nur sehr locker ist, besonders bei monatlicher Darstellung. (Vgl. hierzu Tafel I. a. S. 40). Etwas besser war er schon bei jährlicher Darstellung (Vgl. hierzu Tafel II. a. S. 41). Noch besser wurde er bei der Darstellung von Durchschnittswerten, die aus einer größeren Gruppe gewonnen waren (s. Tafel III). Das beste Ergebnis erzielten wir bei der Darstellung des Gesamtaktienkursniveaus, da hier eine genügend große Anzahl von Gesellschaften berücksichtigt war, und dem gleichzeitigen Uebergang zur jährlichen Darstellungsweise. Aber ein noch besseres Ergebnis als das auf Tafel IV veranschaulichte erzielt Donner[16]) durch die Kapitalisierung der Dividenden, besonders auf korrelativem Wege. Doch damit stoßen wir gleich auf ein neues Problem, dem wir wegen seiner Wichtigkeit ein besonderes Kapitel gewidmet haben, nämlich den Einfluß der Kapitalisierungszinssätze.

[16]) a. a. O. Seite 21, und bes. Seite 22.

4. Die Bedeutung der Kapitalisierungszinssätze.

Wie wir aus unseren obigen Ausführungen bereits wissen, stehen bei den Aktieninteressenten in „normalen" Zeiten, d. h. in Zeiten, in denen keine großen Wertschwankungen erwartet werden, weitaus die Ertragserwägungen im Vordergrund. Wohl sind sich die Aktienkäufer und -verkäufer darüber im klaren, daß sie zur Feststellung des wahren Wertes, des sogenannten „inneren Wertes" ihrer Papiere eigentlich beide Wertreihen, nämlich die auf dem Anteilsrecht am Vermögen sowie dem Herrschaftsrecht beruhenden, und die Kapitalisierung ihres Rentenbezugs (und hier nicht nur die Dividende) zu berücksichtigen hätten. Da nun eine möglichst exakte Feststellung dieses Wertes mit vielen Schwierigkeiten und auch vieler Mühe verbunden ist, so glaubt der Aktieninteressent, diese Besonderheiten der beiden verschiedenen Wertreihen mit der verschiedenen Höhe des Zinssatzes, mit der er die Rente kapitalisiert, schon genügend in Rechnung gestellt zu haben. Diesem unrichtigen Verfahren ist es zu verdanken, daß die Rentabilität oft als die alleinige Bewertungsgrundlage des Aktienwertes angesehen wurde. Besonders bedauerlich ist hierbei, daß auch zahlreiche Wissenschaftler dieses unrichtige Verfahren von den Praktikern übernommen haben. Die Schwierigkeiten, die bei der Auffindung des „richtigen" Kapitalisierungssatzes bei der Dividendenkapitalisierung schon an und für sich groß genug sind, würden durch ein solches Verfahren, das auch noch den Einfluß der substanzbedingten Faktoren im Kapitalisierungssatz berücksichtigen wollte, einfach unüberwindlich werden. Es ist ohne dies schon schwierig genug, eine Einigung zu erzielen bezüglich der Angemessenheit des Kapitalisierungszinsfußes, zu dem die Dividenden zu kapitalisieren sind, um zu dem Ertragswert zu gelangen. Eines wenigstens müßte möglich sein, nämlich sich über die dabei auftretenden logischen Voraussetzungen zu einigen. Ohne Zweifel steht es doch fest, daß der Aktionär seinen Ertrag in Form der Dividende (wir wollen uns hier auf die Dividende als den wichtigsten Ertragsfaktor beschränken, um diese Ueberlegung nicht unnötig zu komplizieren) an den Erträgen mißt, die er aus einer anderen Anlage ziehen könnte. Als Maßstab dient ihm hierbei der landesübliche Zinsfuß, worunter wir etwa den Zinssatz für beste erststellige Hypotheken oder die Effektivverzinsung für erstklassige Rentenpapiere zu verstehen haben. Da nun das Risiko einer Anlage in Aktien ungleich größer ist als das vorgenannter Anlagen, so muß man dem Aktionär eine der Höhe des vergrößerten Risikos entsprechende Erhöhung des Zinssatzes zubilligen. Und zwar müssen wir eine solche Risikoprämie verlangen: erstens wegen der unregelmäßigen Zinszahlung gegenüber den oben genannten Anlagen; zweitens: wegen der weit stärkeren Gefahr größerer Kursverluste (jedenfalls größerer als der bei erstklassigen Obligationen auftretenden); und drittens endlich wegen der Gefahr etwaiger Kapitalverluste, sei es durch Kapitalzusammenlegung, sei es durch Kapitalzubußen. Zu dieser dreifachen Risikoprämie, die schon durch das Wesen der Aktie (also ihre rechtliche Konstruktion) bedingt ist, tritt dann noch eine Branchenrisikoprämie wegen der verschiedenen Konjunkturempfindlichkeit und vor allem dem verschiedenen Sicherheitsgrad einer solchen Anlage. Einige Autoren wollen sogar noch eine individuelle Risikoprämie einkalkulieren, die der verschiedenen Vermögenslage und den sonstigen wirtschaftlichen Umständen der Einzelgesellschaft Rechnung tragen soll. Doch gerade diese letztere individuelle Risikoprämie muß von uns abgelehnt werden, da die Berücksichtigung der substanzbedingten Faktoren in Form eines Zuschlags zu der Risikoprämie zu ganz ungenügenden Ergebnissen führt und außerdem eine erhebliche Fehlerquelle darstellt. Denn bei den prozentualen Zuschlägen genügt ein schon kleiner Irrtum oder eine kleine Ungenauigkeit (da dieser Fehler ja multipliziert wird), um das Ergebnis erheblich zu verfälschen.

Viel zweckmäßiger erscheint es uns da, den Substanzwert getrennt zu errechnen und ihn dann dem Ertragswert gegenüberzustellen. Leider ist man sich in der Literatur nicht einmal darüber einig, zu welchen Sätzen die Dividende kapitalisiert werden soll. So glaubt S. Freude[17]), mit steigenden Dividenden einen sinkenden Kapitalisierungssatz fordern zu müssen. Er begründet dies damit, daß Gesellschaften, die längere Zeit eine hohe Dividende zahlen konnten, auch gute Geschäftsergebnisse gehabt haben müßten und deshalb auch ihre Reserven genügend angereichert hätten, so daß sie durch ein solches größeres Sicherheitspolster auch stärkeren Erschütterungen standhalten könnten, während die schwächeren Gesellschaften mit geringeren Dividendenzahlungen „alle Kräfte anstrengen" müßten, „um angemessene Gewinne ausschütten zu können". Ist nun diese Argumentation an sich schon nicht sehr stichhaltig, so darf man die statistische Verifikation dieses Theorems als gänzlich mißglückt betrachten, denn von den 6 von ihm berücksichtigten Werten scheidet schon der 6. Wert (nämlich

17) a. a. O. Seite 22 ff.

die Höchster Farbwerke) sofort aus, da er hier zu einem höheren Kapitalisierungssatz kommt. Auch der fünfte Wert, die AEG., fällt aus dem Rahmen. Überhaupt muß man diese Art von Beweisführung als sehr unglücklich bezeichnen. Denn wenn man so heterogene Werte wie die Deutsche Bank und den Bochumer Verein für Gußstahlfabrikation, für die beide eine Durchschnittsdividende von 12 % errechnet wurden[18]), zur Beweisführung heranzieht, ohne daß man auf die gänzlich verschiedenen Risikosätze sowie auf die Zugehörigkeit zu gänzlich verschiedenen Branchen Rücksicht nimmt, dann darf man doch zum mindesten die Stärke einer solchen Beweisführung in Frage stellen. Freude steht denn auch mit dieser Ansicht ziemlich allein da. Der weitaus größte Teil der übrigen Autoren kommt zu dem gegenteiligen Ergebnis. So kommt auch F. Gärtner[19]) auf Grund seiner sehr ausgedehnten statistischen Untersuchungen, die den Zeitraum von 1872 bis 1884 umfassen, zu dem Ergebnis, daß man bei steigenden Dividenden auch steigende Kapitalisierungssätze anwenden müsse. Dies ist auch aus den folgenden Tabellen gut ersichtlich.

Tabelle XVII.

Durchschnittskurse und -dividenden von 72 Banken von 1872—84.

Kurs*) A	Dividende*) B	Kapitalisierungs-**) zinsfuß C	Kapitalisierungs-***) faktor D
(Alles in Prozenten.)			
68,87	3,03	4,3	22,6
71,88	3,52	4,8	20,5
80,87	4,03	4,9	20,0
87,01	4,50	5,1	19,3
91,02	5,02	5,5	18,0
95,50	5,49	5,7	17,4
99,44	5,97	6,0	16,6
104,87	6,52	6,1	16,3
109,58	7,03	6,3	15,5
114,40	7,49	6,5	15,3
118,60	8,01	6,7	14,7
122,74	8,49	6,9	14,5
127,12	9,05	7,1	14,1
130,29	9,48	7,2	13,7
136,10	10,04	7,3	13,6

*) Aus Gärtner, a. a. O. Seite 290.

) Errechnet aus der Spalte A und B in folgender Weise $C = \frac{B \cdot 100}{A}$ *) ebenso ist $D = \frac{A}{B}$

Tabelle XVIII.

Durchschnittskurse und -dividenden von 44 verschiedenen Gesellschaften von 1872 bis 1884.

Kurs*) A	Dividende*) B	Kapitalisierungs-**) zinsfuß C	Kapitalisierungs-***) faktor D
(Alles in Prozenten.)			
35,90	1,05	2,90	34,0
39,56	1,46	3,70	27,0
45,13	2,08	4,60	21,7
49,05	2,45	5,00	20,2
56,40	3,04	5,40	18,5

18) Man vergleiche dazu unsere Tabellen IX und X, besonders aber die Dividendenentwicklung dieser beiden Gesellschaften, um sich davon zu überzeugen, wie wenig eigentlich eine solche Durchschnittsdividende aussagt.

19) Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen; in: Annalen des Deutschen Reichs, Jahrgang 1886, Seite 285 ff.

Kurs*)	Dividende*)	Kapitalisierungs-**) zinsfuß	Kapitalisierungs-***) faktor
A	B	C	D
(Alles in Prozenten.)			
63,45	3,56	5,60	17,9
69,17	4,08	5,90	17,0
73,54	4,49	6,10	16,4
78,70	5,03	6,40	15,6
83,42	5,50	6,60	15,1
88,09	6,02	6,80	14,6
93,35	6,45	6,90	14,5
99,53	7,08	7,11	14,4
106,42	7,58	7,12	14,0
111,16	7,95	7,15	13,9
117,96	8,51	7,21	13,8
124,95	9,06	7,25	13,8
128,69	9,52	7,39	13,4
135,59	10,12	7,46	13,4

*) Auf Gärtner, a. a. O. Seite 293 bzw. 295.

**) Errechnet aus der Spalte A und B in folgender Weise: $C = \frac{B \cdot 100}{A}$

***) Errechnet aus der Spalte A und B in folgender Weise: $D = \frac{A}{B}$

Wie wir aus obiger Tabelle ersehen können, steigt der Kapitalisierungszinsfatz anfangs sehr schnell, um aber später nur noch sehr langsam zuzunehmen.

Tabelle XIX.

Durchschnittskurse und -dividenden von 25 Bergbaugesellschaften von 1872 bis 1884.

Kurs*)	Dividende*)	Kapitalisierungs-**) zinsfuß	Kapitalisierungs-***) faktor
A	B	C	D
(Alles in Prozenten.)			
59,15	3,03	5,1	19,5
64,16	3,55	5,5	18,1
70,57	4,03	5,7	17,5
75,18	4,44	5,9	17,0
82,38	4,94	6,0	16,7
89,00	5,50	6,2	16,2
94,77	5,94	6,3	15,9
103,25	6,56	6,4	15,7
107,52	7,08	6,6	15,2
113,60	7,47	6,6	15,2
118,98	7,94	6,7	15,0
126,67	8,42	6,6	15,1
134,82	8,96	6;6	15,0
145,14	9,48	6,5	15,3
149,82	9,93	6,7	15,0

*) **) ***) Vgl. die Anmerkungen zu Tabelle XVII und XVIII.

Der untersuchte Zeitraum erstreckt sich immerhin über 13 Jahre, und auch die Anzahl der jeweils untersuchten Gesellschaften ist hinreichend groß genug, um der Untersuchung eine gewisse Beachtung auch heute noch zu schenken. Vergleicht man nun z. B. die Tabelle XVII (Banken) mit der Tabelle XIX (Bergbaugesellschaften), so kommt man zu der Feststellung, daß der Kapitalisierungssatz bei Bankaktien mit einer Dividende von 3 bis 7 % in diesem Falle kleiner ist als bei Bergwerksaktien, aber höher bei einer Dividende von über 8½ % ab.

Gärtner[20]) gibt als Grund dafür sehr richtig an, daß bei Bankaktien der Vermögenswert bei einer mittleren Dividende durchaus im Einklang mit der gezahlten Dividende stehe, während bei höheren Dividenden leicht ein ungedecktes Agio entstehe, denn über das Aktienkapital und die Reserven hinaus seien kaum weitere Werte vorhanden. Anders sei dies bei Bergbaugesellschaften. Hier sei eine kleinere Dividende ein Zeichen, daß die vorhandenen Vermögenswerte doch sehr problematischer Natur seien, während hingegend dauernd höhere Dividenden ein Zeichen von einem weit höheren Vermögenswert seien als der tatsächlich ausgewiesene. Aus diesen Gründen müßten bei gleich hohen Dividenden denn auch die Bergwerksaktien höher notieren als die Bankaktien.

Außer Gärtner kommt auch Stölting[21]) zu dem gleichen Ergebnis, daß man bei steigenden Dividenden auch steigende Kapitalisierungszinssätze anwenden müsse. W. Prion[22]), der sich ebenfalls sehr eingehend mit diesem Problem auseinandersetzt, hat seinen graphischen Darstellungen folgendes Schema zugrunde gelegt:

Bei einer Dividende von %	und einer Verzinsung von %	ist der kursmäßige „innere Wert" in %
5	5—5½	100
6		116
7		133
8		150
9		167
10		180
11	5½—6	200
12		212
13		225
14		237
15		250
16		262
17		275
18	bis 6¼	290

Wie man sieht, verwendet auch Prion bei steigender Dividende ebenfalls steigende Kapitalisierungszinssätze. Er begründet dies damit, daß je höher die Gewinnerträgnisse einer Gesellschaft seien, um so mehr entferne sich der kapitalisierte Wert der Aktien von ihrem eigentlichen Vermögenswert im Sinne des Liquidationswertes. Der Aktieninteressent müsse das durch die hohe Dividende hervorgerufene Agio bezahlen und müsse für die Gefahr, daß dieses bei geringer werdenden Dividenden verschwinden könne, zum Ausgleich mit steigenden Dividenden auch einen höheren Zinssatz fordern, um so in einer Reihe von Jahren den Mehrwert amortisieren zu können. Weiter ergebe sich daraus die Forderung, daß es nicht angängig sei, die jedesmalige Dividende eines Geschäftsjahres zu kapitalisieren, sondern die Durchschnittsdividende einer längeren Reihe von Jahren[23]). Auch einen nach der Branche jeweils verschiedenen Kapitalisierungszinssatz kennt Prion. So berichtet er[24]), daß in der Vorkriegszeit für erste Bankaktien eine Verzinsung von 5 bis etwa 5½ %, dagegen für

20) a. a. O. Seite 196.
21) a. a. O. Seite 62.
22) Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl. München-Leipzig, 1929, Seite 180.
23) a. a. O. Seite 137. — Hierzu müßte man kritisch anmerken, daß ja nicht die vergangene Dividende (also auch nicht eine Durchschnittsdividende von vergangenen Jahren) für die Preisbildung bestimmend sein kann, sondern nur die zukünftige Dividende der betreffenden Gesellschaft. Meithner, der ebenfalls in seinem Buche: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien, 1930, Seite 107, diesen Prion'schen Vorschlag aufgegriffen hat, will nun nicht die vergangenen Durchschnittsdividenden kapitalisiert haben, sondern die künftigen durchschnittlichen Dividenden. Nun ist es meist schon recht schwierig, die Dividende für das laufende Jahr einigermaßen sicher vorauszuschätzen (von einer Berechnung kann gar keine Rede sein), ganz unmöglich erscheint es uns aber, gleich für mehrere Jahre die Dividende „errechnen" zu können und daraus einen Durchschnitt zu bilden. Solche Schätzungen — denn um mehr kann es sich ja gar nicht handeln — hängen vollkommen in der Luft. Man vergleiche nur einmal hierzu die bedeutenden Dividendenschwankungen der Nachkriegszeit, ja selbst der Vorkriegsjahre bei den meisten Gesellschaften unserer Tabellen, um sich darüber klar zu werden, daß einem solchen Vorschlag kaum ein praktischer Wert zuerkannt werden kann.
24) a. a. O. Seite 138.

Bergwerks- und Hüttenpapiere eine solche von 5½ bis 6 % üblich gewesen sei. Dies deckt sich durchaus auch mit den Untersuchungen von Gärtner[25]), der zu den gleichen Ergebnissen gekommen ist. Die Begründung hierzu haben wir schon oben bei den Ausführungen von Gärtner gegeben.

Auch Donner[26]) gelangt zu der Feststellung, daß je höher die Dividende, desto größer das Risiko künftig verminderter Dividenden sei, und zieht die Folge daraus, daß man steigende Dividenden mit steigenden Risikofaktoren kapitalisieren müsse. Er hat dabei für das Jahr 1930 folgende Sätze errechnet[27]):

Tabelle XXI.

Die dividendenmäßige Schichtung der Aktienrenditen betrug in Deutschland im Jahre 1930 in % p. a.

Dividendensatz	Aktienrendite	Dividendensatz	Aktienrendite	Dividendensatz	Aktienrendite
0	0	6	6,34	11	7,62
1	0,95	6,5	5,93	12	7,48
2	3,84	7	6,50	13	6,13
2,5	3,88	7,5	5,30	14	6,68
3	3,89	8	6,36	15	6,63
3,5	4,49	8,5	6,20	17,5	8,23
4	5,87	9	6,69	18	7,93
5	5,78	10	6,74	20	7,43

Die Abweichung der Einzelwerte vom Durchschnitt — den Donner für 1930 mit 5,3 % errechnet hat — kennzeichnet (nach Donner) die Risikozuschläge, die sich für die Aktienhaltung von Gesellschaften anderer als „normaler" Gewinngestaltung bilden. Donner spricht dann von positiven Risikosätzen bei Unternehmungen mit überdurchschnittlicher Gewinnlage (wegen der Befürchtung künftiger Annäherung an die Durchschnittslage) und bezeichnenderweise von „negativen Risikosätzen" (!) bei Unternehmungen von unterdurchschnittlicher Gewinnlage (wegen der Hoffnung (!) auf künftige Annäherung an die Durchschnittslage). Nun ist der Ausdruck „negativer Risikosatz" eine contradictio in adjecto, denn Risiko (aus dem spanischen risco) heißt doch soviel wie Wagnis, Gefahr. Auch ist die Einführung dieses neuen Begriffes wenig glücklich, denn er bringt keine weitere Klärung, sondern eher eine Vernebelung des wahren Sachzusammenhangs. Aber nicht nur diese unglückliche Formulierung ist es, die uns so stört, sondern diese Argumentation ist vor allem auch sachlich unrichtig. Es ist keineswegs so, wie Donner glaubt annehmen zu müssen, daß es einzig und allein die Hoffnung auf bessere Zeiten ist, die die dividendenlosen Papiere einen mehr oder minder hohen Kurs erzielen lassen. Man kann sehr häufig die Beobachtung machen, daß die Aktien mancher Gesellschaften trotz jahrelanger Verlustabschlüsse (von Dividenden kann in solchen Fällen überhaupt nicht gesprochen werden) einen verhältnismäßig hohen Kurs erzielen, und dies nur deshalb, weil eben die Substanz der betreffenden Gesellschaft sehr hoch eingeschätzt wird. Ebenso verhält es sich bei Gesellschaften, die nur einen unterdurchschnittlichen Gewinnertrag abwerfen. Auch hier wird der Kurs von den substanzbedingten Faktoren bestimmt, und niemand wird eine 1½prozentige oder 2½prozentige Dividende zum landesüblichen Zinssatz zuzüglich (oder sagt man hier besser abzüglich) eines individuellen „negativen Risikosatzes" kapitalisieren wollen! Wie man aus diesem Beispiel ersehen kann, kann man sich manches Mal durch das mathematische Denken den Zugang zu einer an sich sehr naheliegenden Wahrheit gänzlich versperren. Gerade bei der Donner'schen Arbeit, die sich sonst auf einem außerordentlich hohen Niveau bewegt, springen solche Mängel besonders deutlich ins Auge. So kommt Donner, den wir zu den Vertretern der mathematischen Richtung der statistischen Forschung zählen müssen, bei seiner Untersuchung über den Zusammenhang der kapitalisierten Dividende mit dem Aktienkursniveau zu dem Ergebnis, daß die Linie der kapitalisierten Dividenden nicht nur in der Vorkriegszeit in einer unverkennbaren systematischen Beziehung zu den Kursschwan-

25) Man vergleiche hierzu unsere obigen Ausführungen auf Seite 87 sowie besonders die Tabellen XVII und XIX.
26) a. a. O. Seite 15 f.
27) a. a. O. Seite 16.

kungen am Aktienmarkt stehe, sondern selbst in so turbulenten Zeiten wie denen der Nachkriegszeit, für die so oft die völlige Loslösung des Aktienmarktes von den Dividenden- und Zinseinflüssen behauptet (!) worden sei, befänden sich die Kursveränderungen in voller Übereinstimmung mit ihr[28]). Mit dieser Feststellung bringt sich Donner in einen absoluten Widerspruch zur tatsächlichen Entwicklung der vergangenen 15 Nachkriegsjahre. Dieser Irrtum Donners läßt sich nur auf seine allzu enge Auffassung des „Ertrags" der Aktie als Dividendenertrag zurückführen. Denn ganz ohne Zweifel stand bei den Aktieninteressenten der vergangenen 15 Nachkriegsjahre, in diesen „turbulenten Zeiten" (die ja gerade die Ursache für diese so bedeutenden Kursschwankungen abgaben) der „Ertrag" aus Kursgewinnen ganz erheblich im Vordergrund gegenüber den (an den riesigen Kursgewinnen gemessen) doch recht unbedeutenden Dividendenzahlungen. Dies gilt nicht nur für Deutschland, sondern es läßt sich fast ausnahmslos für alle bedeutenden Börsen der Welt eine ähnliche Entwicklung für jene Zeit nachweisen. Doch bleiben wir bei dem deutschen Beispiel. Wenn nun Donner glaubt, mit Hilfe der Korrelationsanalyse das Gegenteil für jene Zeit „bewiesen" zu haben[29]), so ist das nicht ein Beweis für die Richtigkeit der angewandten Methode, sondern geradezu ein Beweis für ihre Unrichtigkeit, zum mindesten aber für ihre unrichtige Handhabung. Donner stützt sich dabei mehrfach auf H. Richter-Altschäfer[30]), der aber ausdrücklich darauf hinweist, daß die Korrelationsanalyse „die Theorie nicht ersetzen kann, sondern kaum mehr als ihr Werkzeug und ihre Ergänzung ist". Er fährt dann fort, daß man aus einer hohen Korrelation an sich überhaupt keine Schlüsse ziehen könne. Auch R. Wagenführ[31]) weist darauf hin, daß die Korrelationsrechnung „nur die Stärke des Zusammenhangs zwischen verschiedenen Ereignissen, Größen, Reihen messen könne, nicht aber, welche Reihe die andere kausal beeinflußt". Er führt dann als ein Beispiel an, daß irgendein eifriger Amerikaner einmal herausgefunden hätte, daß zwischen der Bewegung der Schweinepreise und der Bewegung der Aktienkurse an der Neuyorker Börse ein enger Zusammenhang (eine hohe Korrelation) bestehe. Es wäre nun „närrisch", etwa erklären zu wollen, so fährt er fort, daß die Schweinepreise von den Aktienkursen „bestimmt" werden, oder etwa, daß die Aktienkurse von den Schweinepreisen „bestimmt" würden." Die Korrelation zeige „nur den Zusammenhang, nicht aber die Richtung, die Verursachung an." Um aber hier nicht mißverstanden zu werden, wollen wir auch noch einen anderen Autor, nämlich H. Peter[32]) zitieren, der unseren eigenen Standpunkt in sehr präziser Weise zum Ausdruck bringt. Peter führt wörtlich aus: „Der Forscher muß bei Verwendung aller auf diesen wahrscheinlichkeitsrechnerischen Grundlagen aufgebauten Methoden folgendes im Auge behalten: Die Hilfsmittel der mathematischen Statistik lassen eine positive Aussage immer nur in dem Sinne zu, daß eine zufällige Verteilung oder Verknüpfung vorliegt. Sie sind negative Kriterien der Kausalität. Sind die Zufälligkeitskriterien nicht erfüllt, so kann ein gesichertes Urteil nur in der negativen Form gefällt werden: Die Zufälligkeit ist nicht nachgewiesen. Es ist dann eine Kausalverknüpfung zu vermuten. Zwingend ist nicht einmal diese Vermutung[33]), denn bei dem doch in jedem (!) Fall beschränkten Material ist niemals ausgeschlossen, daß die Abweichung des Zufälligkeitsindex vom Nullwert ihrerseits zufällig ist. Dann ist die angezeigte Verknüpfung nur eine scheinbare. Und auch wenn der Index von Null abweicht, braucht die Beziehung nur rein größenmäßig zu sein. Ganz und gar nicht ist aber durch das Auftreten eines positiven Korrelationskoeffizienten das Vorliegen einer bestimmten Kausalbeziehung positiv bewiesen."[33]) Wir sehen also, daß man mit Hilfe der Korrelationsanalyse nichts „beweisen", sondern höchstens etwas bereits schon Bewiesenes messen kann. Ohne Zweifel ist dies Donner ebenso gut bekannt wie uns auch. Leider geht dies aber aus den Ausführungen Donners nicht genügend deutlich hervor. Ebenso wird auf die Problematik einer solchen „Beweisführung" nirgends genügend hingewiesen. Es ist einer der wesentlichen Mängel der Donnerschen Arbeit, daß durch eine allzu summarische Zahlenbehandlung die Bedeutung wichtigster Faktoren für die Preisbildung (z. B. der substanzbedingten Faktoren, des „Ertrags" aus Kursgewinnen usw.) überhaupt nicht erkannt werden. Sogar die großen Börsenkatastrophen der vergangenen 15 Nachkriegs-

28) Donner, a. a. O. Seite 21.

29) Der von Donner errechnete Korrelationskoeffizient für 1925—31 $r = +0{,}971$, der „berichtigte" Abhängigkeitskoeffizient $\bar{r}(2) = 0{,}931$, damit ist nach Donner die tatsächliche Kursentwicklung der Aktien im Untersuchungszeitraum durch diese Regressionsgleichung zu 93 % „erklärt" (!).

30) Theorie und Technik der Korrelationsanalyse; in Heft 5 der Schriftenreihe des Instituts für landwirtschaftliche Marktforschung, Berlin 1932, Seite 325.

31) Statistik leicht gemacht; Hamburg 1934, Seite 61.

32) Aufgaben der Wirtschaftstheorie in der Gegenwart; Stuttgart 1933, Seite 41.

33) Sperrung von uns.

jahre werden, wie E. Wallin[34]) sehr richtig bemerkt, durch die „summarische Ziffernbehandlung stark kompensiert". Freilich muß man Donner auf der anderen Seite zugute halten, daß es ihm bei seiner Darstellung in erster Linie auf eine Erklärung der konjunkturellen Veränderung des gesamten Aktienkursniveaus ankam. Da er aber für seine Erkenntnis allgemeine Geltung beansprucht, so setzt er sich damit notwendigerweise auch der Kritik aus. Man kann nämlich von dem Standpunkt, von dem aus Donner als Konjunkturforscher an unser Problem herantritt, zwar einen Teil der beständigen Fluktuation am Aktienmarkt wohl erklären, aber eben nur einen Teil. Ein nicht unerheblicher Restteil von Faktoren bleibt dann eben ungeklärt. Nur darf man sich in einem solchen Fall nicht dazu verleiten lassen, diesen ungeklärten Teil auch noch, wenn auch noch so gekünstelt, erklären zu wollen. Denn gekünstelt darf man wohl eine solche Erklärung nennen, die die Tatsache, daß die Aktienrendite, die sich in Deutschland vor dem Kriege 30—40 % über der Rendite der festverzinslichen Papiere hielt, in den Nachkriegsjahren (besonders aber in der Zeit von 1927 bis 1929) sogar um rund 30 % noch unter die Rendite der festverzinslichen Papiere sank; ja, für einige Zeit sich noch um 20 % niedriger stellte als der Privatdiskontsatz — mit der „Erklärung" abtut, daß die Aktionäre sich eben mit einer geringeren Rendite in den Nachkriegsjahren „begnügt" (!) hätten. Warum sich nun die Aktionäre mit einer so außergewöhnlich niedrigen Rendite „begnügten" oder begnügen konnten, können wir leider von Donner nicht erfahren, obwohl eine solche Erklärung sehr nahe liegt. Den Aktieninteressenten erschien der Ertrag, den sie in Form von Dividenden bezogen, sehr untergeordnet gegenüber den weitaus höheren Erträgen, die sie in der Form von Kursgewinnen erzielen konnten. Diese Erklärung hat jedenfalls den Vorzug, daß sie sich durchaus in Übereinstimmung mit der tatsächlichen Entwicklung der Nachkriegsjahre befindet. Die Beweisführung des Gegenteils von Donner (auf den Seiten 20—22) läuft im Endeffekt auf eine vollendete petitio principii hinaus. Zu beweisen war nämlich, daß die kapitalisierte Dividende der hauptsächlichste Kausalfaktor der tatsächlichen Kursentwicklung war, oder mit anderen Worten ausgedrückt, daß die Linie der kapitalisierten Dividenden weitgehend mit der Linie des Aktienkursniveaus zusammenfalle, auch selbst in der Nachkriegszeit. Die Linie der kapitalisierten Dividenden (bei Donner) entstand nun durch die Division der (mit 100 multiplizierten) jeweiligen Aktiendividenden durch das Zinsniveau des betreffenden Jahres. Als Repräsentant des Zinsniveaus wurde ein im Verhältnis 3 : 1 gewogener und um einen konstanten Prozentsatz veränderter Durchschnitt der Rendite der festverzinslichen Papiere und des Privatdiskonts gewählt. Die Konstante hatte hierbei dem Niveauunterschied Rechnung zu tragen, der „üblicherweise" (!) zwischen Aktienrendite und Zinsniveau besteht. Nun errechnete Donner für die Zeit von 1870 bis 1913, daß die Aktienrendite um 43 % höher, für 1925—1931 jedoch um 25% niedriger als das gewogene Mittel aus Rentenrendite und Geldsätzen lag. Dementsprechend setzt er in seine Berechnung einen 43prozentigen Zuschlag bzw. einen 25prozentigen Abschlag ein. Nun ist aber doch ohne jeden Zweifel die Aktienrendite von der Kurshöhe abhängig. Die Errechnung der beiden obigen Sätze ist also aus der tatsächlichen Kursentwicklung abgeleitet. Nun werden sie von Donner in seine Beweisführung hineingenommen, und die petitio principii ist fertig. Das Ergebnis ist natürlich eine Tautologie, denn selbstverständlich gleichen die Kurse sozusagen ihrem eigenen Schatten.

Aber nicht nur Donner ist diesem Trugschluß zum Opfer gefallen, sondern auch alle diejenigen Autoren, die bei ihren Einzeluntersuchungen, wie z. B. Freude oder Stölting, individuelle Kapitalisierungssätze verwenden. Ohne Zweifel sind in den verschieden hohen Risikozuschlägen die Ertragserwägungen der Aktieninteressenten schon enthalten. Auch Stölting[35]), der bei seinen Untersuchungen so verfahren ist, daß er versuchte, „auf Grund der Börsenkurse die von der Börse tatsächlich (!) angewandten Zinssätze zu ermitteln", die alsdann „der Kapitalisierung zugrunde gelegt (!) wurden", kommt natürlich dann zu dem Ergebnis (S. 61): „Positiv ergibt sich auf Grund der Untersuchungen einwandfrei (!!!), daß der Ertragswert der Aktie es ist, der grundsätzlich die Höhe ihres Börsenkurses bestimmt". Nun, einwandfrei können wir eine solche „Beweisführung" gerade nicht nennen. Trotz dieser unrichtigen Beweisführung kann natürlich die obige Behauptung an sich richtig sein, denn man kann natürlich auch etwas Richtiges falsch begründen. Keineswegs wird aber das Richtige durch eine falsche Begründung allein schon unrichtig. Der Nachweis einer fehlerhaften Begründung bzw. einer fehlerhaften Beweisführung bei den oben genannten Autoren stellt eine

[34]) Die Kursbildung am Aktienmarkt; in „Der praktische Betriebswirt", 15. Jahrgang, H. 10, Berlin 1935, Seite 970.
[35]) a. a. O. Seite 17 und 61.

weitere Erhärtung für unser eigenes Theorem dar, daß man neben den ertragsbedingten Faktoren unbedingt auch die substanzbedingten Faktoren zu berücksichtigen habe, wenn man zu einer wirklich allumfassenden und einwandfreien Erklärung der tatsächlichen Preisbildungsvorgänge am Aktienmarkt gelangen will.

5. Zusammenfassung der Ergebnisse.

Den obigen Ausführungen ist zu entnehmen, daß der Versuch, die Kursveränderungen am Aktienmarkt als von den Dividendenausschüttungen abhängige Veränderungen beweisen zu wollen, fehlgeschlagen ist. Es durfte auch keineswegs erwartet werden, daß ein so einseitiger Erklärungsversuch Erfolg haben könnte. Selbst die von Donner vorgeschlagene Änderung, statt der kapitalisierten Dividende die „kapitalisierten Unternehmungserträge"[36]) zur Grundlage zu machen, haben nicht zum Ziele führen können. Zwar genügt das letztere Verfahren zur Erklärung der langfristigen Veränderungen des gesamten Aktienkursniveaus, aber es genügt schon nicht mehr zur Erklärung der kurzfristigen Schwankungen, noch viel mehr aber versagt dieses Verfahren bei der Erklärung der Kursveränderungen am Branchenmarkt (z. B. der Erklärung der Sondertendenzen eines Spezialmarktes), und ganz und gar muß es versagen bei den Erklärungen der Veränderungen am Einzelmarkt, den Veränderungen eines ganz bestimmten Einzelpapiers. Hier kommt man nämlich ohne die substanzbedingten Faktoren überhaupt zu keiner allseits befriedigenden Erklärung. Wir müssen hier durchaus Wallin[37]) zustimmen, wenn er Donner gegenüber darauf hinweist, daß es falsch sei, die Kursbildung der Aktien so überbetont von der Seite der Rendite aus zu sehen, da die Substanz häufig wesentlich entscheidender sei, und dieser Kursbildungsfaktor „schon an der Wiege" stehe und nicht erst im Laufe der Börsenentwicklung zustande komme, was ja auch aus unseren obigen Ausführungen zur Genüge hervorgeht. Wir sehen also den Grund, weshalb für eine Aktie ein gewisser Preis gezahlt wird, nicht einzig und allein in der Dividende, die sie zu beziehen berechtigt, sondern auch ebensosehr in den Erträgen, die den Aktionären in der Form von Kursgewinnen zufließen. Gerade diese doppelte Ertragsfähigkeit ist es ja, die die Aktie zu einem so beliebten Anlagepapier in weiten Kreisen des gesamten Publikums gemacht hat. Neben diesem doppelten Ertragsmoment ist es aber das Moment der Sicherheit, das vollkommen gleichberechtigt neben dem Ertragsmoment steht. Nicht nur, daß in unruhigen Zeiten das Moment der Sicherheit, das in den substanzbedingten Faktoren zum Ausdruck gelangt, ganz überwiegend im Vordergrund stehen kann, ja, im Grenzfalle (z. B. bei Währungsentwertung, Inflation) allein bestimmend ist, sondern auch in den ruhigsten (wenn man will „normalen") Zeiten übt es einen bestimmenden Einfluß aus. So haben wir drei Fälle für die Einwirkung des Substanzwertes als Regel oben schon angeführt. Erstens verhindert der Substanzwert das Sinken des Kurses auf Null Prozent bei ausfallender Dividendenzahlung. Zweitens verhindert er den vollen Rückgang des Kurses bei einem vorübergehenden Zurückgehen der Dividendenausschüttungen, und drittens ist er von erheblichem Einfluß auf die Kapitalisierungszinssätze bei stärker ansteigenden und besonders übernormalen Dividendenzahlungen. Wenn man nämlich schon einmal nur bei der Kapitalisierungsmethode bleiben will (was wir aber ablehnen, wenn sie die einzige Bewertungsgrundlage sein soll bzw. Errechnungsmethode), so wäre es doch offensichtlich Unsinn, eine, sagen wir 15prozentige Dividende, die nur unter Auflösung von stillen Reserven gezahlt werden kann, mit dem gleichen Satz zu kapitalisieren, als eine ebenfalls 15prozentige Dividende, die aber bei gleichzeitiger hoher Dotierung der Reserven gezahlt wird. Es müssen also unbedingt beide Wertreihen berücksichtigt werden, und zwar sowohl die Wertmomente, die sich aus den substanzbedingten Faktoren, als auch diejenigen, die sich aus den ertragsbedingten Faktoren ergeben bzw. errechnen lassen. Ob man

[36]) Die von Donner, a. a. O. Seite 22, geforderte Zustimmung, die dem Ertragsprinzip zuzuordnenden Kursbildungsfaktoren einfach als „kapitalisierte Unternehmungserträge" zu bezeichnen, können wir ihm dort (an dieser Stelle) nicht einräumen, da ja dem auf der gleichen Seite (22) befindlichen Schaubild tatsächlich nur die kapitalisierten Dividenden (und nicht etwa die kapitalisierten Reingewinne) zugrunde liegen, trotz der irreführenden Überschrift „Die Abhängigkeit der jährlichen Kursschwankungen am Aktienmarkt von der Ertragsgestaltung bei den Unternehmungen usw.".

Die beiden Schaubilder auf Seite 21 und 22 unterscheiden sich nämlich lediglich durch die verschiedene Methode der Errechnung. Und zwar auf Seite 21 haben wir es mit einer Kapitalisierung der Dividenden auf dem gewöhnlichen Wege zu tun (Gewicht zwischen Dividenden und Zinsniveau = 5 : 5) und auf Seite 22 mit einer Kapitalisierung der Dividenden auf korrelativem Wege (Gewicht zwischen Dividenden und Zinsniveau = 5 : 1). Es ist also durchaus nicht einzusehen, warum man dem zweiten Schaubild auf Seite 22 den Titel „Kapitalisierte Unternehmungserträge" zuerkennen sollte.

[37]) a. a. O. Seite 973.

nun die Dividende kapitalisiert und in Form von prozentualen Zu- bzw. Abschlägen die übrigen Faktoren dabei berücksichtigt (auf die hierbei leicht entstehenden Fehlerquellen haben wir oben bereits genügend hingewiesen), oder ob man den Ertragswert getrennt von dem Substanzwert berechnet und dann diese beiden einander gegenüberstellt, oder aus beiden einen Mittelwert berechnet: dies alles sind nur rein technische Fragen, über deren Zweckmäßigkeit man streiten kann. Doch in jedem Falle müssen wir alle die von uns aufgezeigten Faktoren mit ihrem vollen jeweiligen Gewicht in einer solchen Berechnung zur Geltung kommen lassen, wenn ihr der Anspruch auf Richtigkeit zuerkannt werden soll. Mit anderen Worten: Der Ausgangpunkt für die Wertermittlung einer Aktie ist in erster Linie durch das Wesen der Aktie selbst bestimmt, d. h. also ihre rechtliche und wirtschaftliche Konstruktion.

Die Aktie gewährt dem Aktionär

1. ein Anteilsrecht und
2. ein Mitbestimmungsrecht und schließlich
3. ein Gewinnbeteiligungsrecht

bei der betreffenden Gesellschaft. Jedes dieser Rechte muß demnach einen gewissen Einfluß auch auf die Preisbildung der Aktien ausüben. Das Anteilsrecht wirkt vermittels des Bilanzwertes und des Substanzwertes, das Mitbestimmungsrecht vermittels des Substanzwertes und in zweiter Linie eventuell auch des Ertragswertes, und das Gewinnbeteiligungsrecht nur vermittels des Ertragswertes auf den Preisbildungsprozeß ein. Wir sehen also, auch hier kommen wir wieder auf unsere beiden Wertreihen, die substanz- und ertragsbedingten Faktoren hinaus. Oben wurde bereits dargelegt, wieviel Mühe eine einwandfreie Feststellung des wahren Einflusses der Einzelfaktoren bereitet, und nach welch verschiedenen Methoden man zum Ziele gelangen kann. Aber damit sind die Schwierigkeiten einer exakten Wert- bzw. Preisermittlung durchaus noch nicht erschöpft, sondern hier fangen die Schwierigkeiten einer „wahren" Preisermittlung eigentlich erst an. Was bisher festgestellt werden konnte, trug nur den Charakter einer W e r t e r m i t t l u n g[38]), ist also erst der Ausgangspunkt für die nun folgende P r e i s e r m i t t l u n g. Denn dieser sogenannte „objektive Wertkern", diese ganz bestimmte Wertvorstellung von dem „inneren" Wert der Aktie findet im freien Markt eine ganz bestimmte Marktkonstellation vor, unterliegt also seinerseits wieder dem „Gesetz von Angebot und Nachfrage". D. h., dieser „objektive Wertkern" bedarf noch ganz bestimmter Korrekturen, denn er ist auf dem Wege des Isolierverfahrens gebildet worden. Es wurde davon abgesehen, daß es eine Geldmarktlage gibt, daß die Konkurrenz der übrigen Kapitalmärkte besteht, daß ein jeweils ganz bestimmter Konjunkturabschnitt erreicht ist, daß mit einer ganz bestimmten politischen Lage zu rechnen ist, daß ganz bestimmte markt- und kurstechnische Verhältnisse vorhanden sind, daß mit ganz bestimmten Personenkreisen und ihren Sonderinteressen, z. B. der Spekulation, den Banken usw., gerechnet werden muß, daß letzten Endes alle diese genannten Faktoren in ihrer Gesamtheit ganz bestimmte psychische Wirkungen schaffen, denen sich auch die eigenen Wertvorstellungen nicht ganz entziehen können. Alle diese Faktoren müssen nun, am besten in der Reihenfolge, in der sie eben aufgezählt wurden, in ihren Einwirkungen auf den Preisbildungsvorgang überprüft werden.

III. Die kreditbedingten Faktoren.

1. Vorbemerkung.

Die Geld- und Kapitalmarktfaktoren wirken in vierfacher Weise auf die Preisbildungsvorgänge am Aktienmarkt ein. Einmal von der Z i n s s e i t e her, und zwar e r s t e n s in mittelbarer Weise durch ihren Einfluß auf die Höhe der Kapitalisierungssätze. Z w e i t e n s dann in unmittelbarer Weise, und zwar als Kostenfaktoren, die die Höhe der Zinssätze der Börsenleihgelder bestimmen. Auf der anderen Seite müssen wir aber neben diesen Zinswirkungen auch noch die G e l d - u n d K r e d i t m e n g e n w i r k u n g e n unterscheiden, wie wir erstens einmal in der N e u b i l d u n g v o n K a p i t a l für die Anlage in Effekten und Wertpapieren überhaupt, oder mit anderen Worten: in der Bestimmung der dem Geld- und Kapitalmarkt (und hier in erster Linie natürlich wieder dem Aktienmarkt) zufließenden Kaufkraftmengen sehen müssen. Hierbei haben wir wieder besonders die Veränderungen von der Angebotsseite her durch die Neuemissionen zu beachten. Dann aber haben wir z w e i t e n s auch die Begrenzung der Börsengeldmenge, die der Spekulation

38) Soweit wir auch dabei schon Preisgründe behandelten, geschah dies nur anhangsweise und um uns spätere Wiederholungen zu ersparen.

in Form von Börsenkrediten und auch in Form von Bankkrediten zur Verfügung gestellt werden, zu beachten, also Einflüsse, die von der Nachfrageseite her auf die Preisbildungsvorgänge einwirken. Man sieht also auch hier wieder, daß die Einwirkungen der Geld- und Kapitalmarktverhältnisse recht vielseitiger Natur sind, und man darf keineswegs erwarten, daß es immer gelingen wird, ein eindeutiges Kausalitätsverhältnis zwischen der Kursbildung einerseits und den Geld- und Kapitalmarktfaktoren andrerseits festzustellen. Man braucht hier nur an die Rolle der Effektenkredite zu erinnern. Ganz ohne Zweifel können sie nämlich auf der einen Seite einen Preisbestimmungsfaktor von ganz erheblicher Bedeutung darstellen (man erinnere sich nur an die Folgen der Kreditrestriktion der deutschen Banken vom 13. Mai 1927), um aber auf der anderen Seite auch wieder in weitgehender Abhängigkeit von der Kursentwicklung zu bleiben, denn bei dauernd steigenden Kursen z. B. wächst der Wunsch, an den Kursgewinnen stärker teilzunehmen, man lombardiert seinen Aktienbesitz oder nimmt Reportkredit auf. In diesem Falle sind also die Effektenkredite nicht mehr die Ursache, sondern eine Folge der Kursveränderungen am Aktienmarkt.

2. Die Einflüsse des Geldmarktes.

Unter Geldmarkt soll hier, was sich heute fast allgemein durchgesetzt hat, der Markt für kurzfristige Kredite verstanden werden. Also nicht nur die Börsenkredite in ihren verschiedenen Formen, sondern auch die Wechsel-, Kontokorrent- und Lombardkredite gehören hierher. Der Kapitalmarkt dagegen ist der Markt für die langfristigen Kredite. Das sind in erster Linie die Emissionen von Aktien, Kuxen, Anteilen, Industrieobligationen aber auch die Anleihen des Reichs, der Länder und Gemeinden. Ebenso gehören auch die Hypothekarkredite sowie die Pfandbriefausgaben hierher. Wir sehen also, daß der Aktienmarkt nur ein Teilmarkt des gesamten Kapitalmarktes ist, und als solcher natürlich mit allen übrigen Kreditmärkten in wechselseitiger Beziehung steht. Hier interessiert zunächst einmal, in welcher Beziehung er zum Geldmarkt steht. Dabei müssen wir wieder die Zinswirkung von der Geldmengenwirkung scheiden. Zuerst wollen wir uns der Zinswirkung zuwenden.

A. Der Einfluß der Zinssätze am Geldmarkt.

Bei dem Einfluß der Geldmarktzinssätze können wir wieder eine direkte und eine indirekte Einwirkung auf die Preisbildungserscheinungen am Aktienmarkt feststellen. Direkt wirken die Geldmarktzinssätze als Kostenfaktoren auf die Kreditspekulation ein, in indirekter Weise wirken sie auf die Höhe der Kapitalisierungszinssätze ein, deren Rolle wir in unseren obigen Ausführungen (S. 45 ff.) schon kennengelernt haben. Es sind also nur noch die direkten Wirkungen der Zinssätze zur Darstellung zu bringen. An erster Stelle ist hier der Privatdiskontsatz zu nennen, der, da er am empfindlichsten ist, auch am raschesten die Schwankungen des Geldmarktes widerspiegelt. So kann man für die letzten zwanzig Vorkriegsjahre feststellen, daß eine Erhöhung des Privatdiskontsatzes meist mit einem Rückgang der Aktienkurse parallel ging und umgekehrt ein Rückgang des privaten Diskonts von einer Kurssteigerung begleitet war. Sowohl Prion[39]) als auch Donner[40]) kommen auf Grund ihrer Untersuchungen zu dem gleichen Ergebnis. Dieser Zusammenhang zwischen Geldmarktzinssätzen und der Kursbewegung am Aktienmarkt wird um so inniger sein, je mehr das Kursgebäude des Aktienmarktes auf Krediten aufgebaut ist. Vor allem ist es die Spekulation, die diese Veränderungen der Geldmarktzinssätze und besonders die Veränderungen des Privatdiskontsatzes auf die Aktienkursbewegungen überträgt. Obwohl die Spekulation eigentlich kein direktes Interesse an der Rentabilität der Aktien besitzt, da sie ja mit Kursgewinnen rechnet, so berücksichtigt sie doch diese Veränderungen, weil sie sich sehr richtig sagt, daß ein großer Teil des anlagesuchenden Publikums eben diese Veränderung der Zinssätze zur Grundlage seiner Überlegungen macht. So geht z. B. die Spekulation bei Erhöhung des Privatdiskonts Baisseengagements ein, da sie zunächst mit einer Verteuerung der Prolongationsgelder rechnet, die oft genug zu einem Abbau der bestehenden Hausseengagements führt. Folgt nun gar auf diese Erhöhung des Privatdiskonts auch noch eine Erhöhung des Reichsbankdiskontsatzes (wie das meist der Fall ist), so tritt für die Spekulation, wenigstens soweit sie auf Kredit beruht, eine ziemlich merkbare Verteuerung ihrer Geschäfte ein, da sich ja nicht nur die Prolongationssätze, sondern die Kontokorrentzinssätze usw. ebenfalls dieser Diskonterhöhung anschließen werden. So kann mitunter ein Kursrückgang zustande kommen,

39) a. a. O. Seite 140 f.
40) a. a. O. Seite 34 f.

der weder in einer Verschlechterung der Wirtschaftslage noch in einer Veränderung des „inneren Wertes" der betreffenden Gesellschaften seine Ursache hat. Aber noch wichtiger als diese Zinswirkungen sind die Geld- und Kreditmengenwirkungen, da sie einen noch viel stärkeren Einfluß auf die Preisbildung am Aktienmarkt ausüben.

B. Der Einfluß der Effektenkredite.

Die große Bedeutung der Geld- und Kreditmengenwirkung geht schon daraus hervor, daß z. B. eine Kurssteigerung, die durch substanz- oder ertragsbedingte Faktoren fällig wäre, in ihrem tatsächlichen Eintreten von dem Zufluß einer entsprechend erhöhten Kaufkraftmenge auf den Aktienmarkt abhängig bleibt. Bleiben — wegen Mangels an Mitteln — genügend neue Käuferschichten aus, so kommt es, trotz gebesserter Ertragsaussichten, zu einer Unterbewertung der Aktien. Aber auch das Umgekehrte kann man ebensooft an der Börse feststellen. Jeder Aufschwung am Aktienmarkt geht mit einer gewissen Flüssigkeit an den Geldmärkten parallel. Bei länger andauernder Hausse erweitert sich durch Kreditschöpfung der Banken die Kaufkraftmenge immer mehr, die dem Aktienmarkt dann zur Verfügung steht. Bis eines Tages die Banken zu einer weiteren Kredithergabe (schon aus Sorge um die eigene Liquidität) nicht mehr geneigt sind. Je stärker nun ein solches Kursgebäude auf Krediten aufgebaut ist, desto schärfer müssen dann auch die Wirkungen bei einem plötzlichen Abbau der Kredite sein. Man braucht sich nur einmal folgendes zu vergegenwärtigen: Bei einem Kursrückgang um etwa ein Viertel kann sich ein vollkommen unverschuldeter Aktienbesitzer immer noch abwartend verhalten. Spekuliert er aber zur Hälfte auf Kredit, so bedeutet der gleiche Kursverlust von 25 % für ihn bereits den Verlust der Hälfte seines Eigenkapitals. Während bei einem Eigenkapital von nur 25 % dann derselbe Kursverlust einem Verlust seines gesamten Vermögens gleichkommt. Es ist leicht einzusehen, daß die Dringlichkeit einer Liquidierung der eingegangenen Verpflichtung im letzten Falle viel größer ist als in den anderen Fällen. Bedenkt man weiter, daß durch einen solchen Kursrückgang dann die Effektendeckung nicht mehr dem von den Banken verlangten Sicherheitsgrad entsprechen, so daß von seiten der Banken zunächst Nachschüsse gefordert werden müssen, und da aber diese Nachschüsse bei einer so gespannten Geldmarktlage von vielen Aktienbesitzern nicht mehr geleistet werden können, so sind eben die Banken ihrerseits gezwungen, zur Exekution zu schreiten. Durch solche Exekutionen werden aber die Kurse aufs neue unter Druck gesetzt, so daß die Banken weitere Nachschüsse verlangen müssen, und bei Nichterfüllung sieht sich wieder ein weiterer Teil der Aktienbesitzer neuen Exekutionen ausgesetzt. So setzt sich dies fort, und ist eine solche Lawine erst einmal im Rollen begriffen, so ist sie kaum noch aufzuhalten, wie wir dies an zahllosen Beispielen in der in- und ausländischen Börsengeschichte feststellen können. Wir brauchen hier für Deutschland nur an das Jahr 1889 zu denken, oder für die Nachkriegszeit an den 7. April 1924, und besonders an den sogenannten „schwarzen Freitag" vom 13. Mai 1927. Um das Ausmaß, das ein solcher Kursrückgang infolge plötzlicher Kreditrestriktionen seitens der Banken annehmen kann, einmal aufzuzeigen, wollen wir hier die Kurse einiger führender Papiere vom 12. Mai 1927 und vom 13. Mai 1927 gegenüberstellen.

Tabelle XXII.

Der „schwarze Freitag" vom 13. Mai 1927.

Name des Papiers	Kurs vom 12. Mai 1927	Kurs vom 13. Mai 1927	Kursrückgang (in absol. Proz.)
	(Alles in Prozenten.)		
Ver. Glanzstoff	643,5	500,0	143,5
Schultheiß-Patzenhofer	483,0	393,0	90,0
Zellstoff Waldhof	329,0	275,0	54,0
Bergmann	218,0	173,25	44,75
Rhein. Stahlwerke	234,0	169,0	38,0
Leonh. Tietz	185,0	155,0	30,0
Harpener Bergbau	228,5	200,25	28,25
Danat-Bank	275,0	230,0	27,0
J. G. Farben	314,0	290,25	23,75
J. P. Bemberg	550,0	— B.	—
		480,0 am 14. 5.	70,0

Glücklicherweise treten solche Kurskatastrophen wie die eben dargestellte doch nur selten auf. Bei der Kreditrestriktion vom 13. Mai 1927 handelt es sich doch mehr um eine „vorsorgliche" Restriktion, die eigentlich von der Reichsbank ausging und für die neben der Rücksicht auf die Liquidität der Banken auch noch andere Gründe maßgebend waren. Wenn also auch Restriktionen von solchem Ausmaße höchst selten sind, so sind aber doch gewisse Beschränkungen der jeweiligen Effektenkredite, besonders in Zeiten der konjunkturellen Hochspannung, gerade aus solchen Liquiditätsrücksichten ziemlich häufig. Ja, man könnte sagen, sie gehören gewissermaßen als Kennzeichen zu diesem Konjunkturabschnitt. Auf jeden Fall aber können wir hier feststellen, daß solche Kursveränderungen weder auf die substanz- noch auf die ertragsbedingten Faktoren zurückgeführt werden können, sondern daß hier ein anderer Faktor, nämlich die Effektenkredite, ihren Einfluß auf die Preisbildung am Aktienmarkt geltend machen. Neben den Einflüssen, die vom Geldmarkt ausgehen, sind aber auch noch die des Kapitalmarktes von Bedeutung.

3. Die Einflüsse des Kapitalmarktes.

A. Die Konkurrenz der Märkte.

Verschiedentlich haben wir schon auf die Verbundenheit der einzelnen Märkte untereinander hingewiesen. Diese Verbundenheit der einzelnen Märkte resultiert aus den Überlegungen der anlagesuchenden Kapitalbesitzer. Gesteuert werden diese Überlegungen von zwei Forderungen, die jeder Kapitalbesitzer seinen Überlegungen zugrunde legt. Er verlangt für seine Anlage einen gewissen Sicherheitsgrad und einen möglichst hohen Ertrag. In Zeiten einer allgemein günstigen politischen und wirtschaftlichen Weltlage tritt das Moment der Sicherheit etwas in den Hintergrund; ausgeschaltet werden kann es dagegen niemals ganz, wenn dies auch immer wieder behauptet wird. Es ist zwar richtig, daß sich Sicherheit und Rentabilität gegenseitig bedingen, aber als ebenso richtig hat sich ein altes Börsenwort bewiesen, das da sagt: „Man kann entweder gut essen oder gut schlafen, nie beides zugleich." Da aber tatsächlich in politisch und konjunkturell günstigen Zeiten die Unterschiede im Sicherheitsgrad der verschiedenen Anlagearten nur sehr geringe sind, so darf man sie (dann wenigstens) praktisch vernachlässigen. Man muß sich dabei aber stets im klaren darüber sein, daß sie bei einer Änderung der günstigen Gesamtlage (und wohl auch Einzellage) jederzeit wieder akut werden können. So richtig verstanden kann man dann sagen, daß es die Ertragserwägungen sind, die die Richtung bestimmen, die das anlagesuchende Kapital einschlägt. Welche Konkurrenzmärkte kommen nun für den Aktienmarkt in Frage? Hier ist nun keineswegs allein der Rentenmarkt zu nennen, sondern jede mögliche Anlage, wie z. B. die in Handel, Industrie und Gewerbe kommt hier ebenso in Frage. Ob nun ein Kapitalbesitzer sein Geld einer Bank oder Sparkasse als Guthaben anvertraut, oder dafür Industrieobligationen, Aktien, Kuxe, Kolonialanteile, Anleihen des Reichs, der Länder und Gemeinden, oder Pfandbriefe erwirbt, oder es in Form von Darlehen, von Hypotheken, oder aktiv in Handel, Industrie und Gewerbe mehr oder minder risikoreich, und mehr oder minder langfristig anlegt, oder es kurzfristig in Form von Wechseln, von Börsen- und Lombardkrediten, oder in anderer kurzfristiger Weise anlegt; alles dies hängt nicht nur von der Geschäftserfahrung und Wirtschaftskenntnis des betreffenden Kapitalbesitzers als Person ab, sondern ebenso sehr auch von der allgemeinen und speziellen politischen und konjunkturellen Lage, die einmal diese und einmal jene Anlage vorteilhafter erscheinen läßt. Weiter kommt noch hinzu, daß durch Gesetz, Tradition, Wirtschaftserfahrung und Wirtschaftsvernunft wieder ganz bestimmte Kapitalmengen nur für ganz bestimmte Kapitalmärkte überhaupt in Frage kommen können. So kommt z. B. nur ein sehr enger Kreis ganz bestimmter Rentenpapiere kraft Gesetzes für die Anlage von Mündelgeldern in Frage. Ebenso werden die Liquiditätsreserven der verschiedenen Unternehmungen zweckmäßigerweise nur in Form von Bank- oder Sparkassenhuthaben, eventuell noch in Form von kurzfristigen Börsenkrediten, angelegt werden, soweit dies die K. W. G. - Bestimmungen noch erlauben. Aber auch von der Angebotsseite her können wir solche Vorbestimmung der Wege, die das Kapital nehmen muß, feststellen. Es wird keinem vernünftigen Unternehmungsleiter einfallen, sein Unternehmen nur oder doch überwiegend auf dem Wege der Obligationenausgabe zu finanzieren, schon weil er hier mit einer starren und unelastischen Verzinsung rechnen muß, die sich leicht als eine gefährliche Belastung des Unternehmens herausstellen kann; im Grenzfall sogar den Obligationär zum Risikoträger des Unternehmens machen kann, was er ja aber gerade vermeiden wollte. Besonders langlebige Anlagen, wie Gebäude,

Grundstücke, Turbinen usw. sollten in der Regel nur mit langfristigen Mitteln finanziert werden. Man sieht also, daß auf der einen Seite ganz bestimmte Beziehungen der Einzelmärkte untereinander und auch zum Aktienmarkt bestehen, daß aber auch auf der anderen Seite eine Fülle von sich einander bekämpfenden, teils sich verstärkenden, teils sich paralysierenden Einflüssen und Strebungen die Untersuchungen weiter komplizieren werden.

B. Die Beziehungen des Rentenmarkts zum Aktienmarkt.

Ganz allgemein huldigt man in Bank- und Börsenkreisen, und besonders im Börsenpublikum der Vorstellung, daß steigende Aktienkurse mit fallenden Rentenkursen und umgekehrt steigende Rentenkurse mit fallenden Aktienkursen parallel gehen. Diese Gegenbewegung der Rentenkurse zu den Aktienkursen erklärt man damit, daß z. B. bei steigenden Aktienkursen die Rentenbesitzer ihre Papiere in Aktien tauschen, um an den größeren Kursgewinnen des Aktienmarktes partizipieren zu können. Diese Umtauschoperation gebe nun den Aktienkursen einen weiteren stärkeren Antrieb nach oben und führe zu einem Kursdruck auf dem Rentenmarkt. Das Umgekehrte sei bei einem starken Kursrückgang am Aktienmarkt der Fall. Jetzt würden aus Furcht vor weiteren erheblichen Kursrückgängen die ängstlich gewordenen Aktienbesitzer ihre Aktien verkaufen und ihre Erlöse in sicheren erstklassigen Rentenpapieren oder gar als Bankguthaben anlegen. Nun liegt einer solchen Argumentation die Vorstellung zugrunde, daß die Kursveränderung des Aktienmarktes im wesentlichen oder doch ganz überwiegend von dem Zuströmen der am Rentenmarkt tätigen Kapitalien und umgekehrt der Rentenmarkt von der Betätigung der am Aktienmarkt vorhandenen Kapitalien abhängig sei. Nun wissen wir aber, daß sowohl der Aktienmarkt als auch der Rentenmarkt nur Teilmärkte des Kapitalmarkts sind und mit vielen anderen eben solchen Kreditmärkten in Beziehung stehen, so daß keineswegs ein Minus auf dem Rentenmarkt nun unbedingt ein Plus auf dem Aktienmarkt — oder umgekehrt — hervorrufen müßte. Weiter ist hier noch daran zu erinnern, daß jeder Konjunkturaufschwung durch Kreditneuschöpfung eine gewisse Erweiterung des gesamten Kreditvolumens mit sich bringt, so wie jeder Konjunkturabschwung eine Kreditverknappung, so daß trotz einer solchen Kapitalumlagerung ein Gleichlauf der beiden Märkte eintreten könnte. Eben weil die jeweiligen Kapitalabflüsse durch neue Kapitalzuflüsse überkompensiert werden können. Und in der Tat zeigt denn auch der empirische Befund — wenn nicht einen Gleichlauf, so doch — einen gewissen Vorauslauf der Rentenkurse vor den Aktienkursen. So können wir für Deutschland in den Nachkriegsjahren für jeden Zeitpunkt, an dem die Aktienkurse von der Hausse zur Baisse umschlugen, einen vorausgegangenen Kursdruck am Rentenmarkt feststellen. So zu Beginn des Jahres 1924, ebenso zu Beginn des Jahres 1925 und auch im Frühjahr 1927. Umgekehrt waren dann die anziehenden Aktienkurse von der Mitte 1924 bis Anfang 1925, ebenso von Anfang 1926 bis Anfang 1927, und selbst im Jahre 1932 von einer Belebung des Rentenmarkts begleitet gewesen. Natürlich lassen sich auch (für kürzere Fristen jedenfalls) Fälle eines Konträrverlaufs nachweisen. So konnte man sowohl im April 1927 als auch von März bis Juni 1928 und ebenso von Juni bis Juli 1930 steigende Aktienkurse bei fallenden Rentenkursen beobachten. Aber trotzdem konnte ein Konträrverlauf, der sich über einen größeren Zeitabschnitt hielt, nur sehr selten beobachtet werden. Auch die Untersuchungen für die Vereinigten Staaten von Amerika von E. W. Axe und R. Houghton[41]) kommen zu den gleichen Ergebnissen. Ebenso Freude[42]) und auch Donner[43]), der auf Grund seiner Untersuchungen glaubt, folgende Leitsätze aufstellen zu können: „1. Die Rentenkurse sind den Aktienkursen in der Regel zeitlich vorgelagert. 2. Ein konjunktureller Auftrieb der Aktienkurse von ihrem während Krisis und Depression erreichten Tief ist in der Regel nicht zu erwarten, solange am Rentenmarkt keine Anzeichen konjunktureller Bewegung auftreten. (Der Konjunkturaufschwung der Rentenkurse begründet aber noch nicht für sich allein die Erwartung eines Konjunkturaufschwungs auch der Aktienkurse.) 3. Ein Konjunkturaufschwung der Aktienkurse braucht so lange nicht als abgeschlossen betrachtet zu werden, als die Rentenhausse andauert. 4. Der Konjunkturabschwung der Aktienkurse wird regelmäßig durch einen Umschwung am Rentenmarkt entweder vorher angekündigt oder doch von einem

41) The Bond Market as a Stock Market Forecaster: a critical examination of the period 1884—1927; in: The Annalist, Vol. 30, Nr. 760, v. 12. 8. 27, Seite 235—7 u. Nr. 761 v. 19. 8. 27, S. 268—9.
42) a. a. O. Seite 46.
43) a. a. O. Seite 37 ff. u. bes. Seite 41 f.

solchen begleitet. (Konjunkturell sinkende Rentenkurse bedeuten in jedem Falle Erreichung einer Gefahrenzone.) 5. Ein konjunkturell bedingter Abschwung der Aktienkurse kommt in der Regel nicht eher zum Stillstand, ehe nicht auch am Rentenmarkt der konjunkturelle Tiefpunkt erreicht ist."

Diese Donner'schen Leitsätze stellen natürlich keineswegs Gesetze dar, sondern wir haben es hier nur mit Regeln zu tun. Jede dieser aufgestellten Regeln wird mehrfach durchbrochen durch eine immerhin bemerkenswerte Reihe von Ausnahmen (besonders in neuerer Zeit), die sich nur schwer in dieses Schema einordnen lassen. Trotzdem können wir den Donner'schen Leitsätzen einen besonderen Wert zuerkennen, denn wenn man die Erkenntnis vorantreiben will, muß man auch einmal den Mut aufbringen, Regeln aufzustellen und zu formulieren, die sich nicht immer bis zum letzten i-Punkt beweisen lassen.

Im übrigen befindet sich Donner durchaus nicht so stark im Gegensatz zu E. Wolfgang, wie man dies nach seinen Ausführungen auf Seite 38 oben (und besonders da Fußnote 1) vermuten müßte. Auch E. Wolfgang[44]) kommt im wesentlichen zu dem gleichen Ergebnis wie Donner, was auch zur Genüge aus dem beigefügten Schema Wolfgangs hervorgeht.

Schema
des Kursverlaufs am Aktien- und Rentenmarkt innerhalb eines Konjunkturzyklus[45]).

Konjunkturphasen	Aktien	Renten
Tiefstand	Zu Ende des Tiefstands beginnen die Aktien allmählich zu steigen.	Zu Beginn des Tiefstandes setzen die Renten ihre Steigerung fort und verharren dann auf einem relativ hohen Niveau.
Aufschwung	Die Kurse der Aktien erfahren eine kräftige Steigerung; gegen Ende des Aufschwungs kommt die Hausse der Aktien zum Stillstand; es bereitet sich eine Abwärtsbewegung vor.	Die Kurse der Renten bröckeln langsam ab.
Hochspannung	Die Aktien beginnen erst langsam, dann stärker zu fallen.	Die Kurse der Renten gehen stark zurück.
Krise	Panikartige Kursstürze.	Kurssturz der Renten, der aber bald durch eine kräftige Aufwärtsbewegung abgelöst wird.

Wolfgang[46]) betont zudem noch besonders, daß sowohl die theoretische Erkenntnis als auch die praktische Erfahrung lehrt, daß „die Renten in der Regel **vor** den Aktien steigen und fallen", jene daher sehr wohl für eine Prognose für die Kursbewegung der Aktien geeignet scheinen könnten. Freilich seien einer solchen Prognose auch wieder recht enge Grenzen gezogen. Auch wir selbst stehen solchen Prognosen sehr skeptisch gegenüber. Wir müssen hier immer wieder daran erinnern, daß die Beziehungen des Renten- zum Aktienmarkt durchaus nicht so eindeutiger Natur sind, wie das die verschiedenen Schemata leicht vortäuschen. Wir haben bei der Aufstellung eines jeden Schemas von einer ganzen Reihe von Querverbindungen der einzelnen Märkte untereinander abstrahieren müssen, um die uns als wesentlich erscheinenden Daten besser herausarbeiten zu können. Von diesen nicht genügend berücksichtigten Quer-

44) Die Kursbildung am Rentenmarkt; Stuttgart 1931, Seite 30 ff.
45) Nach Wolfgang, a. a. O. Seite 33.
46) a. a. O. Seite 34, oben.

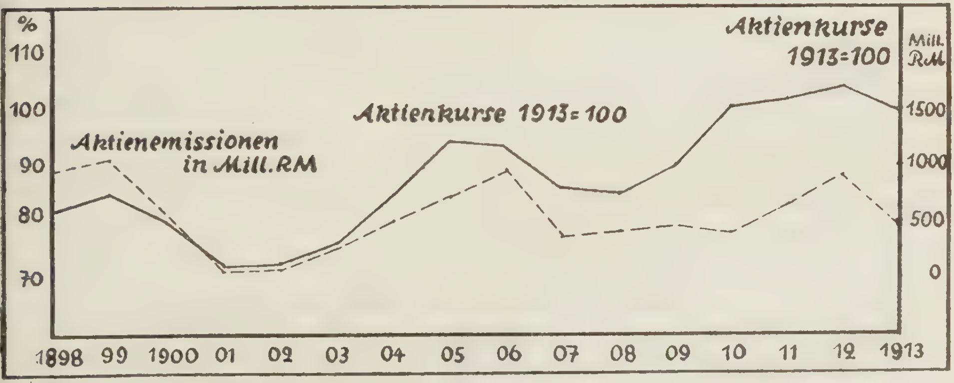
verbindungen gehen denn auch die verschiedenen Störungen aus, die Ausnahmen, die unsere Regeln immer wieder durchbrechen. Wir müssen uns vollkommen im klaren darüber sein, daß, solange wir die Kapitalumlagerungen an den einzelnen Märkten nicht quantitativ-statistisch erfassen können, solange wir nicht wissen, welche Mittel aus internationalen Kapitalwanderungen (diese Frage ist zwar im Augenblick in Deutschland nicht sehr akut) auf unseren Kreditmärkten in Erscheinung treten, welche Mittel aus Kreditschöpfung den einzelnen Märkten zur Verfügung stehen und vor allem, wieviel Mittel von den jährlichen Neuersparnissen sich der Börse und hier wieder dem Aktienmarkt (oder einem anderen Kreditmarkt) zuwenden, wir uns immer wieder auf Ueberraschungen aus dieser Ecke her gefaßt machen müssen! Solange wird sich auch unser Schema, das ja diese Faktoren nur in ungenügender Weise berücksichtigen konnte, Ausnahmen und Durchbrechungen der Regel gefallen lassen müssen.

C. Der Einfluß der Emissionen.

Bei allen unseren seitherigen Untersuchungen wurde fast ganz überwiegend nur die Nachfrageseite berücksichtigt, da diese uns nach allen bisherigen Erfahrungen als einflußreicher und wichtiger erschien. Nun müssen wir aber auch die Einflüsse, die von der Angebotsseite her von Bedeutung sind, auf ihre Wirksamkeit hin erforschen. Rein theoretisch gesehen und unter Voraussetzung von sonst gleichbleibenden Umständen, müßten verstärkte Aktienemissionen zu fallenden Kursen führen, die ja dann dem gleichen Kaufkraftvolumen am Aktienmarkt eine erhöhte Anzahl von Aktien zur Befriedigung gegenüberstehen würde. Ebenso müßte, wieder ceteris paribus natürlich, eine stärkere Verminderung der Aktienemissionen zu steigenden Kursen führen, da dadurch das Material am Markte knapp würde. Betrachten wir einmal den Verlauf der Emissionstätigkeit und ihre Wirkung auf den tatsächlichen Kursverlauf am Aktienmarkt etwas näher. Zu diesem Zwecke wurden für die letzten 15 Vorkriegsjahre die Aktienemissionen den Aktienkursen graphisch gegenübergestellt.

Tafel V.

Aktienemissionen und Aktienkurse in Deutschland jährlich von 1898—1913.*)

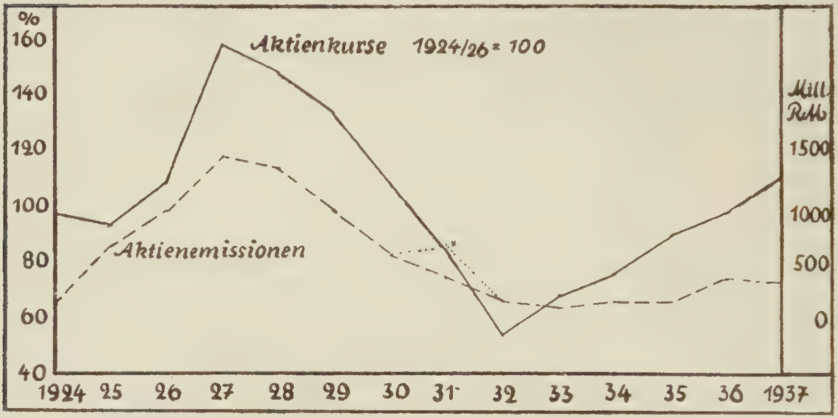


Wie wir aus obiger Tafel V ersehen können, führen keineswegs erhöhte oder verminderte Aktienemissionen zu entgegengesetzten Kursveränderungen, sondern Aktienkurse und Aktienemissionen schwingen durchaus parallel zueinander. Dasselbe können wir auch für die Nachkriegszeit feststellen, wie man leicht aus der folgenden Tafel VI ersehen kann.

*) Die Aktienemissionsziffern sind der Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung" entnommen. Der Aktienindex ist aus dem Däbritz'schen Index (Originalindex 1875—1884 = 100) in: „Kölner Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Studien", Heft 4, 2. Folge, Leipzg 1929, errechnet worden.

Tafel VI.

Aktienemissionen und Aktienkurse in Deutschland jährlich von 1924—1937.*)



Nach diesem empirischen Befund muß man schon zu der Feststellung gelangen, daß die Faktoren, die auf einen Gleichlauf der Emissionskurve mit der Kurskurve hinarbeiten, die stärkeren und ausschlaggebenderen sind. Welcher Art diese Faktoren sind, werden wir weiter unten zur Darstellung bringen. Ist nun aber mit einer solchen Sachlage unsere obige theoretische Ableitung einer Kursveränderung im umgekehrten Sinne zur Emissionstätigkeit widerlegt? Nein. Der empirische Befund gibt uns nur an, daß die auf Gleichlauf tendierenden Faktoren stärker sind und dadurch die auf Gegenläufigkeit hinzielenden Faktoren überkompensieren, so daß sie nicht mehr in den Kurven zum Ausdruck gelangen. Trotzdem wirken sie aber in der oben geschilderten Weise und unter besonderen Umständen können sie sogar einen direkten Einfluß auf die Kursbildung am Aktienmarkt ausüben, der dann auch zahlenmäßig in Erscheinung tritt. Besonders oft läßt sich ein solcher Fall bei dem Eintritt der konjunkturellen Entwicklung in die Phase der Hochspannung feststellen. Es wird dann die Emissionstätigkeit stark forciert, trotz der Gefahr, den Markt mit Emissionen zu überlasten. Der Erfolg ist dann, daß ein Teil der Emissionen verunglückt, was meist zu stärkeren Kursrückgängen an den Effektenmärkten führt[47]). R. Gunzert[48]) will sogar das „Verunglücken" solcher Emissionen geradezu als typisch für diese Phase der Konjunkturentwicklung angesehen haben. Im allgemeinen jedoch müssen wir hier feststellen, daß die direkten Einwirkungen der Emission auf die Kursbildung, die also einen Konträrverlauf der Emissionskurve zur Kurskurve bedingen würden, sich doch auf einige wenige Fälle beschränken dürften. Ein Urteil hierüber kann man nur von Fall zu Fall unter Berücksichtigung der übrigen wirtschaftlichen Gesamtsituation geben. Weitaus im Vordergrund stehen die Faktoren, die einen Gleichlauf der beiden Kurven bewirken.

Welcher Art sind nun diese Faktoren? Einmal verändern die Emissionen das Verhältnis von Angebot und Nachfrage direkt. Darüber hinaus sind sie aber auch ein Symptom für die Kapitalaufnahme der Industrien usw., also auch der konjunkturellen Lage der betreffenden Gesellschaften. Als solches werden steigende Emissionen als ein günstiges Zeichen für die

*) Die Aktienkurse sind der Aktienindex des Statistischen Reichsamts und sind dem „Konjunkturstatistischen Handbuch" 1933, XI, 2; bzw. „Wirtschaft und Statistik" entnommen. Denselben Quellen sind auch die Emissionsziffern entnommen (XIV, 46).

**) Für das Jahr 1931 haben wir einmal die Emissionsziffern ohne die Emissionen der Bewag (220,5 Millionen Reichsmark Gründungskapital der Berliner Kraft und Licht A.-G.) und der Akzept- und Garantiebank A.-G. (50 Millionen Reichsmark, die nur Bürgschaftscharakter haben) dargestellt (ausgezogene Linie), und einmal mit diesen Emissionen (gestrichelte Linie).

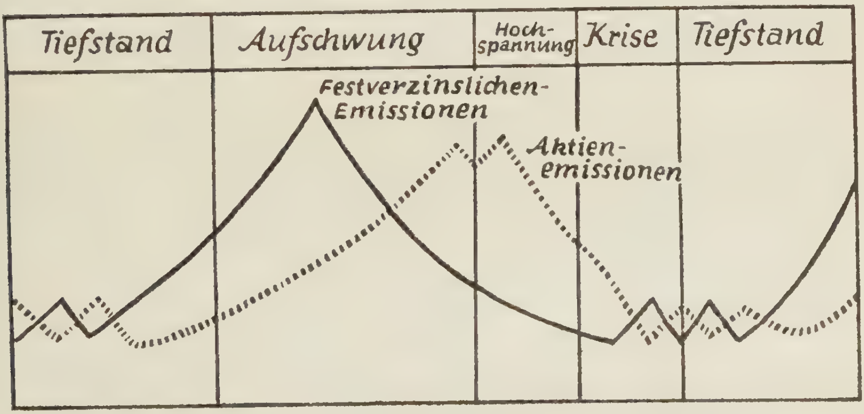
47) Ebenso Donner, a. a. O. Seite 44.

48) Effektenmarkt und Konjunkturverlauf; in: Münchner volkswirtschaftliche Studien, Neue Folge, H. 6, Jena 1929, Seite 29.

Gesellschaft bewertet, da man Betriebserweiterungen in der Regel nur vornehmen wird, wenn man sich Hoffnung auf eine begründete Ertragssteigerung machen kann. Ebenso sind dann rückgehende Emissionsziffern ein Zeichen, zum mindesten für ein Abstoppen einer weiteren Wirtschaftsausdehnung, und damit meist auch weiterer Ertragssteigerungen, also werden sie als ein ungünstiges Zeichen der weiteren Ertrags- und damit auch Kursentwicklung angesehen. Der empirische Befund stützt diese These in jeder Weise. Denn sowohl für die Vorkriegszeit als auch für die Nachkriegsjahre können wir eine gute Uebereinstimmung des Verlaufs der Emissionskurven mit den Kurskurven feststellen. Die Aktienemissionsziffern erreichen ihren Höhepunkt mit den Aktienkursen zusammen, meist schon zu Beginn der Hochspannung, um dann schon vom Ende der Hochspannung ab zu sinken. Dieser Rückgang der Emissionsziffern hält die ganze Krise hindurch an und verharrt auch noch während des ersten Teils des Tiefstandes auf diesem niederen Niveau. Erst gegen Ende des Tiefstands beginnt dann ein erst kaum merkliches Anziehen der Emissionsziffern, das sich zu Beginn des Aufschwungs merklich verstärkt, um gegen Ende des Aufschwungs bezw. spätestens zu Beginn der Hochspannung seinen ersten Höhepunkt zu erreichen. Diesem geschilderten Verlauf der Aktienemissionsziffern haben wir nun in unserem folgenden Schema (vgl. hierzu Tafel VII) dem Verlauf der Emissionsziffern der festverzinslichen Werte gegenübergestellt.

Tafel VII.

Schema der Emissionsgestaltung im Konjunkturverlauf.



Wie wir feststellen können, erreichen die festverzinslichen Werte ihren Höhepunkt schon im Aufschwung, um von dort dann stetig zurückzugehen. Ihren Tiefpunkt erreichen die Rentenemissionen in der Krise. Er kann aber auch schon in dem letzten Teil der Hochspannungsphase liegen. Im übrigen müssen wir immer wieder darauf hinweisen, daß es sich hier nur um einen Erklärungsversuch, keineswegs jedoch um Gesetzmäßigkeiten handelt. Ein solches Schema kann nur die Aufgabe haben, einen gewissen „Normalverlauf" zur Darstellung gelangen zu lassen. In der Wirklichkeit wird es gerade bei den Emissionen der Festverzinslichen schon wegen der Verschiedenartigkeit der Werte (man denke nur daran, daß die Industrieobligationen wieder einen anderen konjunkturellen Rhythmus aufzuweisen haben werden als etwa die Emissionen des Reichs, der Länder und Gemeinden, oder die der Hypothekenbanken) zu größeren Abweichungen kommen. Diesem Umstand hat auch Wolfgang in seinem Schema[49]) durch Teilung der Rentenwerte in zwei Gruppen Rechnung zu tragen versucht, ohne daß damit die Schwierigkeit ganz behoben wäre. Wir bringen hier zum Vergleich auch das Wolfgang'sche Schema zum Abdruck.

[49]) a. a. O. Seite 39.

Schema
des Emissionsverlaufs während der verschiedenen Phasen eines Konjunkturzyklus*)

Konjunkturphasen	Aktien	Industrieobligationen	Sonstige Anleihen
Tiefstand	Geringe Emissionstätigkeit am Aktienmarkt (Tiefstand).	Vorübergehend größere Emissionstätigkeit (Abdeckung kurzfristiger Verbindlichkeiten), die schnell abflaut.	Stark steigende Emissionstätigkeit, die ihren Höhepunkt bereits überschreitet.
Aufschwung	Stark zunehmende Emissionstätigkeit.	Stark zunehmende Emissionstätigkeit.	Langsame Abnahme der Neuemissionen.
Hochspannung	Der Umfang der Emissionen erreicht den Höhepunkt, beginnt aber dann zu fallen.	Wenig langfristige Emissionen.	Weitere starke Abnahme der Emissionstätigkeit.
Krisis	Stillstand der Emissionstätigkeit.	Stillstand der Emissionstätigkeit.	Vorbereitungen für ein anziehendes Emissionsgeschäft.

Auch das Wolfgang'sche Schema befindet sich also in Uebereinstimmung mit unseren eigenen Ausführungen, besonders bezüglich der Aktienemissionen, auf die es uns hier hauptsächlich ankam. Mit dieser Darstellung der Emissionseinflüsse sind wir schon — zu einem Teil wenigstens — in das Gebiet der konjunkturellen Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt eingedrungen, denen wir uns nun im folgenden Abschnitt zuwenden wollen.

2. Abschnitt.

Die konjunkturellen Bestimmungsfaktoren.

Bei unseren obigen Untersuchungen haben wir ganz überwiegend das statische Moment in den Vordergrund unserer Betrachtungen gestellt. Wir sind dabei von einer Statik der Wirtschaft ausgegangen, die es in Wirklichkeit natürlich garnicht gibt, die aber als Ausgangspunkt für unsere Ueberlegungen unerläßlich ist. Nun müssen wir aber dem dynamischen Moment der Preisbildung in der gleichen Weise Rechnung tragen. Dabei können wir die Feststellung machen, daß die fortwährenden Veränderungen der jeweiligen Zusammensetzungen der Preisbestimmungsfaktoren die Ursache für die dauernden Kursschwankungen am Aktienmarkt abgeben. Aber nicht nur die Zusammensetzung der Faktoren ändert sich dauernd, sondern auch die Faktoren selbst sind fortwährenden Veränderungen unterworfen. So ändern sich nicht nur die kreditbedingten Faktoren, sondern ebenso auch die substanz- und ertragsbedingten Faktoren. Bei allen diesen Schwankungen können wir aber auch eine gewisse Regelmäßigkeit feststellen. Eben diese Regelmäßigkeit wollen wir hier in diesem Abschnitt weiter untersuchen. Man kann nun im Ganzen drei verschiedene Bewegungsrichtungen dabei unterscheiden. Und zwar sind dies:

1. die säkularen Schwankungen des Aktienmarkts,
2. die konjunkturellen Schwankungen des Aktienmarkts,
3. die Saisonschwankungen des Aktienmarkts.

*) Nach Wolfgang, a. a. O. Seite 39.

I. Die säkularen Schwankungen des Aktienmarkts.

Als säkulare Bewegungen des Aktienmarkts kann man ein allmähliches Steigen des Aktienkursniveaus beobachten. Dies ist nicht nur in Deutschland der Fall, wo die Berechnungen bis 1870 zurückreichen und man einen Steigerungskoeffizienten von 1½ % p. a. errechnet hat, sondern dies gilt auch für Frankreich, die Vereinigten Staaten von Amerika und noch eine Reihe anderer Länder. Für Amerika wurden die Berechnungen am weitesten zurück geführt. Sie reichen bis zum Jahre 1837 zurück und E. L. Smith[50]), der diese Berechnungen durchgeführt hat, errechnete für die Vereinigten Staaten von Amerika einen Steigerungskoeffizienten von durchschnittlich 2½ % p. a. Auch für Frankreich ist ein so hoher Steigerungsprozentsatz (von 2½ % p. a.) errechnet worden. Allerdings reichen hier die Berechnungen — wie auch in Deutschland — nur bis zum Jahre 1870 zurück. Diese Entwicklung ist zwar durch die verschiedenen Inflationen der Nachkriegszeit durchbrochen worden, was aber keineswegs verwunderlich ist. Man braucht hier nur an die kapitalvernichtenden Wirkungen dieser Nachkriegsinflationen und die damit verbundenen Fehlinvestionen zu erinnern, um jede weitere Erklärung dieser Erscheinung überflüssig zu machen. Welche Faktoren bewirkten nun aber das andauernde Steigen des Aktienkursniveaus in „normalen" Zeiten? Hier sind vor allem die ertragsbedingten Faktoren zu nennen. Es läßt sich für jene Zeit eine zwar langsame, dafür aber stetig zunehmende Besserung der Unternehmungsrentabilität beobachten. Diese stetige Besserung der Unternehmungsrentabilität wirkt sich auch auf die substanzbedingten Faktoren aus. Ein großer Teil der Aktiengesellschaften war nämlich bestrebt, ihre sich immer mehr erweiternde Produktion aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Später kam hierzu noch ein zweites Moment, nämlich das Bestreben, die Dividenden stabil zu halten. Alle diese Momente führten dazu, gewisse Teile des Gewinns zurückzuhalten und sie in Form von offenen und stillen Reserven aufzuspeichern. Eben diese Reserveanreicherung dürfte auch der letzte Grund für die säkular ansteigende Bewegung des Gesamtaktienkursniveaus darstellen. Im übrigen sind aber diese säkularen Bewegungen noch zu wenig erforscht, als daß man sich heute schon ein abschließendes Urteil darüber erlauben könnte.

II. Die konjunkturellen Schwankungen des Aktienmarkts.

1. Vorbemerkung.

Es kann hier keineswegs unsere Aufgabe sein, auf konjunktur- oder krisentheoretische Erörterungen einzugehen. Vielmehr soll hier nur ein kurzer schematischer Ueberblick des allgemeinen Konjunkturverlaufs gegeben werden, der die verschiedenen Einflüsse und Zusammenhänge der einzelnen Märkte untereinander anschaulicher herausstellen soll. Diesen Darlegungen liegt das Schema des Harvard-Instituts zugrunde mit der Abänderung, daß die Phasen II und III des Harvard-Schemas unter dem Titel „Aufschwung" zusammengefaßt sind, in Angleichung an das deutsche Schema des Instituts für Konjunkturforschung. Im übrigen gibt das Schema nur den äußeren Rahmen für unsere Betrachtungen ab. Eine andere Bedeutung kommt ihm nicht zu.

Konjunktur-Schema.

Phase I Tiefstand
(Depression)

Effektenmarkt:	Die Effektenkurse beginnen anzuziehen; die Spulation wird lebhafter.
Warenmarkt:	Die Warenpreise fallen weiter; die Geschäftstätigkeit ist flau.
Geldmarkt:	Die Zinssätze fallen; die Bankreserven wachsen.

Phase II Aufschwung
a) Erholung

Effektenmarkt:	Die Effektenspekulation ist rege.
Warenmarkt:	Die Geschäftsaktivität ist erholt; die Warenpreise beginnen anzuziehen.
Geldmarkt:	Die Zinssätze befestigen sich gegen Ende dieser Phase.

b) Aufstieg

Effektenmarkt:	Die Effektenhausse gelangt zum Stillstand.
Warenmarkt:	Die Geschäftsaktivität nimmt zu; die Warenpreise steigen weiter.
Geldmarkt:	Die Zinssätze ziehen weiter an; die Bankreserven nehmen weiter ab.

50) Common Stocks as long Term Investments, New York 1928.

Phase III Hochspannung

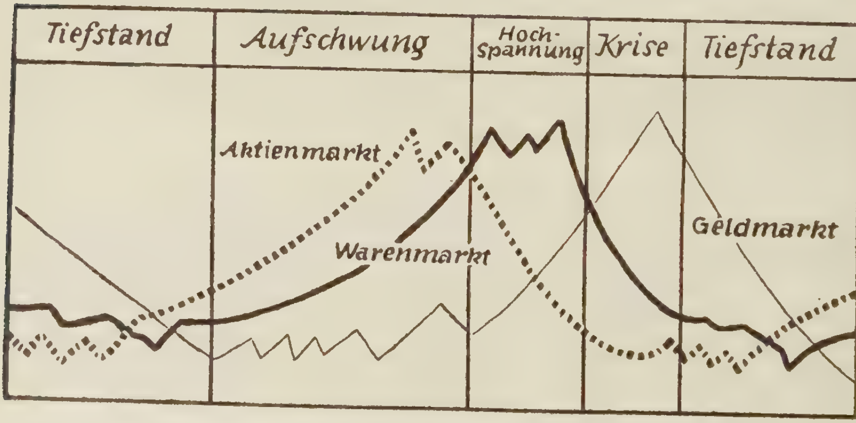
Effektenmarkt: Die Effektenkurse gehen scharf zurück; die Spekulation ist gedrückt.
Warenmarkt: Die Geschäftsaktivität stockt. Die Aufwärtsbewegung der Warenpreise kommt zum Stillstand.
Geldmarkt: Die Zinssätze bleiben hoch; die Lage der Banken ist gespannt.

Phase IV Krise

Effektenmarkt: Die Effektenkurse erreichen den Tiefpunkt.
Warenmarkt: Die Warenbestände werden liquidiert; die Preise fallen; die Geschäftstätigkeit liegt völlig darnieder.
Geldmarkt: Die Zinssätze erreichen den Höchststand; die Bankreserven ihren Tiefstand. Die Krise bricht aus.

Auf der folgenden Tafel VIII bringen wir zur besseren Veranschaulichung die Konjunkturverläufe an den drei Märkten sowie ihre bildliche Darstellung, die eine wesentlich raschere Orientierung gestattet.

Tafel VIII.
Schema des Konjunkturverlaufs an den drei Märkten.*)



Um aber jedes Mißverständnis bei unseren Ausführungen auszuschalten, wollen wir noch folgendes vorausschicken: Wir halten die von dem Havard Committee on Economic Research aufgestellten Lag-Theorien für unrichtig. Wir glauben nicht, daß man eine „normale" Zeitdifferenz für die Folgebewegungen der Warenmarktskurve nach der Aktienmarktskurve und der Geldmarktskurve nach der Warenmarktskurve aufstellen kann. Die Fülle der hier in Frage kommenden Bestimmungsfaktoren ist viel zu groß und ihre Zusammensetzung und ihre Intensität wird kaum jemals absolut gleich sein, also werden auch damit die Wirkungen verschiedene sein. Wir glauben auch weiter nicht, daß man eine „Normaldauer" für den Ablauf eines Zyklus aufstellen kann, noch glauben wir, daß man eine „Normaldauer" für eine der vier Einzelphasen bestimmen oder errechnen kann. Ja, wir glauben nicht einmal, daß die Aufeinanderfolge der vier Phasen: Tiefstand, Aufschwung, Hochspannung und Krise zwangsläufig ist. In der Regel werden zwar nach einem längeren Aufschwung die Kurse auf dem erreichten höheren Niveau stagnieren, ehe sie sich wieder nach unten wenden. Nach beendetem Abschwung werden auch meist die Kurse mehr oder minder längere Zeit auf diesem niedrigen Niveau verharren, ehe wieder ein neuer Kursaufschwung einsetzt. Aber eine Gesetzmäßigkeit kommt diesem Verhalten keineswegs zu. Denn in der Wirklichkeit können wir öfters, hier erinnern wir nur an die großen Kurszusammenbrüche von 1873 und 1890 in Deutschland oder in neuerer Zeit im Jahre 1929 in den Vereinigten Staaten von Amerika, einen solchen

*) Nach E. Wagemann: Kreislauf und Konjunktur der Wirtschaft, Leipzig 1927, Seite 15.

direkten Umbruch der Aufschwungsbewegung in eine Abstiegsbewegung feststellen. Ebenso kann sich ein Abschwung ohne Übergang in einen Aufschwung verwandeln, wie dies z. B. im Jahre 1901 in Deutschland als Folge eines stark „verfixten" Marktes der Fall war. Trotzdem kann man aber doch in der Regel vier Phasen für den Ablauf eines Konjunkturzyklus annehmen. Einem Aufschwung wird in der Regel eine obere Horizontalbewegung (Hochspannung) folgen und einem Abschwung meistens auch eine untere Horizontalbewegung (Tiefstand). Nach dieser Klarstellung können wir uns nun der Charakterisierung der Einzelphasen zuwenden, ohne befürchten zu müssen, daß man uns zu der Gruppe der „Konjunkturbarometergläubigen" rechnet.

2. Der Tiefstand (Die Depression).

Als ein wesentliches Merkmal des Tiefstandes kann man einen allgemeinen Rückgang des Produktionsumfanges in der gesamten Wirtschaft feststellen. Die in der vorausgegangenen Hochkonjunktur allgemein erweiterten Betriebe sind nur noch in einem sehr geringen Umfang beschäftigt. Dadurch werden recht bedeutende Mittel frei, die zu einer starken Verflüssigung des Geldmarktes führen. Vorher waren schon die in der Krise eingefrorenen Kredite wieder aufgetaut worden und hatten sich bei den Banken angesammelt, die ebenfalls — infolge der geringeren Nachfrage nach Krediten — nun sehr liquide geworden sind. Da im allgemeinen jetzt zu Beginn des Tiefstandes noch immer eine gewisse Scheu vor einer langfristigen Anlage besteht — infolge der schlechten Erfahrungen, die man während der Krisenzeit gemacht hatte —, nimmt die Verflüssigung am Geldmarkt weiter zu. Dies führt bei der geringen Nachfrage nach Mitteln und dem starken Angebot zu sehr niedrigen Zinssätzen, die nun weit stärker gesunken sind als die Zinssätze am Kapitalmarkt. Im Verlaufe der ersten Phase des Tiefstandes wird die Differenz zwischen Geld- und Kapitalmarktzinssätzen immer beträchtlicher, so daß von der Renditeseite her gesehen ein Ankauf von sicheren, festverzinslichen Wertpapieren rentabel wird. Durch die nun einsetzenden Käufe ziehen die Kurse der Rentenwerte langsam an. Verstärkt wird diese Aufwärtsbewegung der Rentenkurse noch durch die Käufe der Spekulation. Auch die Banken treten als Käufer auf, da sie infolge des Darniederliegens der Produktion und des Überangebots am Geldmarkte für ihre Mittel nach Anlagemöglichkeiten suchen. Dies bewirkt ein weiteres Ansteigen der Rentenkurse. Damit aber auch einen immer stärkeren Rückgang der Anleihen- und Rentenrenditen, so daß dadurch wieder ein gewisser Anreiz für die Anlage in Aktien geschaffen wird. Zwar sind die jetzt zur Ausschüttung gelangenden Dividenden rein zahlenmäßig gesehen die geringsten während des ganzen Konjunkturverlaufs, da sie noch ganz überwiegend auf den schlechten Ergebnissen der Krisen- und Nachkrisenzeit beruhen. Da sie nun aber an den sehr niedrigen Zinssätzen gemessen werden, erscheinen sie durchaus nicht so unbedeutend. Besonders die Realdividende wird, an dem niedrigen Kursstand gemessen, eine durchaus günstige sein. Hier wirkt sich nun noch ein weiterer Faktor zugunsten der Aktienbewertung aus. Gerade die guten und führenden Unternehmen werden bemüht sein, ihre Dividende nicht allzusehr absinken zu lassen. Sie werden aus ihren Dividendenergänzungsfonds oder anderen für diesen Zweck bereitgestellten Mitteln Dividenden zur Ausschüttung gelangen lassen können, die weit über den durch die Krise bedingten Geschäftsergebnissen liegen. Hier wird also die Realdividende eine besonders günstige sein. Hinzu tritt noch, daß man bei den stark gesunkenen Kursen ganz allgemein von einer Unterbewertung der Aktien spricht. Alle diese Momente führen dazu, daß eine Anlage in Aktien, besonders im Vergleich zu den jetzt wieder gesunkenen Rentenrenditen, wieder recht vorteilhaft erscheint, zudem ja ein wesentliches Kursrisiko nach unten kaum mehr bestehen dürfte. So können wir denn gegen Ende dieser Phase ein allmähliches Anziehen der Aktienkurse feststellen. Auf die Emissionstätigkeit an den verschiedenen Märkten brauchen wir hier nicht mehr einzugehen, da wir diese bereits in einem besonderen Kapitel schon früher zur Darstellung gebracht haben. (Vgl. S. 59 ff.)

3. Der Aufschwung.

Den ersten Teil der Aufschwungphase haben wir mit Erholung bezeichnet. Von einer Erholung im Sinne unseres Konjunkturschemas kann man dann sprechen, wenn die bisherige Stagnation der Wirtschaft einer allmählich immer stärker werdenden Geschäftstätigkeit gewichen ist. Das Fallen des Preisniveaus ist zum Stillstand gekommen. Die Produktion wird wieder angekurbelt. Der Geldmarkt ist in diesem Zeitpunkt noch immer sehr flüssig, da er noch von dem Tiefstand her überreichlich versorgt ist. Ein Teil der in der Wirtschaft gemachten Gewinne — soweit wenigstens, als sie nicht als Betriebskapital be-

nötigt werden — wendet sich dem ebenfalls noch ziemlich flüssigen Kapitalmarkt zu. Die Zinssätze sind sowohl am Geld- wie auch am Kapitalmarkt noch verhältnismäßig niedrig. Beide Zinssätze beginnen jedoch gegen Ende dieser Teilphase langsam anzuziehen. Die Spekulation wird immer lebhafter, was durch die größeren Umsätze nach außen hin in Erscheinung tritt. Da die Kreditkapazität der Banken in dieser Phase durch die Wirtschaft noch nicht stärker in Anspruch genommen ist, legen die Banken ihre Mittel noch gerne in Börsenkrediten an, die unter normalen Umständen als sehr liquide gelten dürfen und für die Banken einen relativ hohen Ertrag abwerfen. Die Leichtigkeit der Mittelbeschaffung gibt der Spekulation einen weiteren Auftrieb. Der Übergang von dieser Teilphase zum eigentlichen Aufstieg ist ziemlich flüssig. Der Anstoß zu dem jetzt beginnenden wirtschaftlichen Aufschwung braucht durchaus nicht mit der wirtschaftlichen Konjunktur in direktem Zusammenhang zu stehen. Meist erfolgt ein solcher Anstoß von der seelischen Seite her. Die Aussicht auf eine gute oder gar hervorragende Ernte, günstige politische Allgemeinentwicklung, eine umwälzende Erfindung und ähnliches schaffen die notwendigen psychologischen Voraussetzungen für einen solchen wirtschaftlichen Aufschwung. Die Aussicht auf gute Geschäftsergebnisse und vor allem die Tatsache steigender Aktienkurse (hauptsächlich infolge der starken Käufe der Spekulation) regen nun auch das größere Börsenpublikum zu Aktienkäufen an. Von diesem Zeitpunkt ab pflegt man von einer „guten Konjunktur" zu sprechen. Als Folge der allgemeinen Geschäftsbewegung und der stets noch zunehmenden Spekulation an den Börsen kommt es nun zu einem Anziehen der Geldmarktsätze, das sich zunächst allerdings noch in mäßigen Grenzen hält. Dagegen ist die Aufwärtsbewegung der Rentenwerte zum Stillstand gekommen. Die Kurse beginnen bereits am Rentenmarkt langsam abzubröckeln, besonders, da jetzt immer mehr Rentenwerte gegen Aktienwerte getauscht werden. Eine weitere Folge davon ist, daß durch das starke Angebot am Rentenmarkt die Kurse dort unter Druck gesetzt werden und nun anfangen, allmählich abzusinken. Auch die Aktienhausse kommt gegen Ende des Aufschwungs zu einem Stillstand; weniger deshalb weil das große Börsenpublikum nicht mehr als Käufer auftritt, im Gegenteil ist jetzt bei den stark gestiegenen Kursen das große Publikum mehr denn je kauflustig, da es noch ganz auf Hausse eingestellt ist, aber die Spekulation beginnt jetzt, ihren Gewinn sicherzustellen und verkauft zu den hohen Kursen an das Publikum und stellt sich damit vielfach schon glatt. Die Kurse am Rentenmarkt gehen noch immer weiter zurück.

4. Die Hochspannung.

Jetzt tritt am Aktienmarkt sowie an den anderen Märkten die Phase ein, die man allgemein als Hochspannung bezeichnet. In dieser Phase erreicht der Produktionsumfang seine größte Ausdehnung während des ganzen Konjunkturzyklus. Die Warenpreise erreichen ebenfalls ihren Höchststand. Da auch an der Börse noch erhebliche Engagements bestehen, wird die Nachfrage nach Mitteln immer umfangreicher. Dies führt zu einer erheblichen Versteifung der Geldmarktlage. Auch die Lage der Banken ist äußerst gespannt. Meist sieht sich zu dieser Zeit die Zentralbank zu einer Heraufsetzung ihres Diskontsatzes gezwungen. Dies wiederum bedeutet eine erhebliche Verteuerung der Kreditkosten für die Spekulation, insoweit sie Kredite in Anspruch genommen hat. Die schwächsten Hände sehen sich nun zur Realisation gezwungen. Dies setzt die Kurse weiter unter Druck. Auch eine große Anzahl von Unternehmungen schreitet zur Veräußerung ihrer Wertpapierbestände, um genügende Mittel für ihre Betriebe frei zu bekommen, was wiederum zu einem weiteren Kursdruck, besonders an den Rentenmärkten, führt, da es sich hierbei mehr um festverzinsliche Werte als um Aktien handeln wird. Gegen Ende dieser Phase vermehren sich diese Schwierigkeiten immer mehr. Es stellt sich nun heraus, daß sowohl die Industrie wie auch die Spekulation sich zu stark engagiert haben. Es fehlt beiden an den notwendigen Mitteln, um durchhalten zu können. Bei der Industrie zeigen sich zudem auch schon die ersten Absatzschwierigkeiten. Diese haben ihrerseits wieder Produktionseinschränkungen und auch vielfach schon Preisermäßigungen zur Folge. Alle diese Schwierigkeiten wirken natürlich noch weiter kursdrückend auf den Aktienmarkt ein. Die Tendenz verschärft sich hierdurch weiter nach unten. Alle Anzeichen deuten auf Sturm.

5. Die Krise.

Nimmt nun die Versteifung der Geldmarktlage einen derartigen Umfang an, daß die Großbanken, die ja schließlich die hauptsächlichsten Kreditgeber der Industrie wie ja auch der Spekulation sind, sich an die Zentralbank wenden müssen, so kann es sehr leicht sein, daß die Zentralbank zu keiner weiteren Kredithergabe mehr geneigt ist. Die Folge davon ist, daß

die Großbanken ihrerseits zu scharfen Kreditkündigungen schreiten müssen. Davon wird natürlich die Börsenspekulation am härtesten getroffen werden. Je mehr das Kursgebäude auf Krediten aufgebaut war, desto schärfer werden dann auch die Kursrückgänge sein müssen. Eine Kurskatastrophe steht vor der Tür. Die Krise ist da. Nun braucht aber keineswegs immer eine solche Kreditrestriktion die Veranlassung zu einer Krise zu geben. Ebenso häufig wird auch dieser Anstoß aus einer anderen Richtung kommen können. Z. B. ist das Bekanntwerden einer größeren Reihe von Zahlungseinstellungen von erstklassigen Unternehmen ein ebensolches Anstoßmoment. Auch in einem solchen Falle kommt es leicht zu einer Panikstimmung, da jeder bestrebt sein wird, soviel wie nur möglich noch zu retten. Dem riesigen Verkaufsangebot steht dann in solchen Zeiten so gut wie überhaupt keine Nachfrage gegenüber. Innerhalb kürzester Frist können die Aktien um eine Viertel bis ein Drittel, ja selbst bis zur Hälfte ihres vorausgegangenen Wertes absinken. Auch die Rentenwerte werden an solchen Paniktagen in den allgemeinen Kurssturz hineingezogen, da die riesigen Verluste am Aktienmarkt zur Realisierung aller Werte zwingen. Der geringe Umfang der Engagements am Aktienmarkt nach dem Kurssturz sowie das erhebliche Nachlassen der Geschäftstätigkeit in Handel und Industrie — erkennbar an dem scharfen Rückgang der Produktionsziffern und der Warenpreise — führen zu einer merklichen Entlastung des Geldmarktes. Trotzdem werden aber zu diesem Zeitpunkt eventuelle Anlagen sich kaum dem Aktienmarkt zuwenden, schon wegen der schlechten Erfahrungen, die man gerade eben erst gemacht hat. Die freien Mittel werden sich entweder dem Geldmarkt oder den Rentenmärkten zuwenden, so daß sich gegen Ende dieser Phase bereits wieder eine deutliche Erholung an den Rentenmärkten feststellen läßt, die sich dann in der anschließenden Phase des Tiefstandes fortsetzt. Damit beginnt dann wieder ein neuer Konjunkturzyklus.

Bei dieser rein schematischen Darstellung eines solchen „Normalverlaufs" des gesamten Konjunkturzyklus und auch seiner einzelnen Phasen mußten wir natürlich von einer ganzen Reihe von Voraussetzungen ausgehen. Ändert sich aber auch nur eine einzige dieser Voraussetzungen, so wird auch der Verlauf — nicht nur der betreffenden Phase, sondern auch der des Gesamtzyklus — ein entsprechend anderer sein. Wir haben bereits in unserer Vorbemerkung auf die Problematik einer solchen rein schematischen Darstellung genügend hingewiesen. Auch an vielen anderen Stellen noch haben wir immer wieder auf die Kompliziertheit der Zusammenhänge und die Mannigfaltigkeit der Einflüsse der verschiedenen Faktoren hingewiesen, so daß wir hierauf nicht nochmals näher einzugehen brauchen. Die bedeutendsten Störungen eines solchen „Normalverlaufs" des Gesamtzyklus wie auch seiner einzelnen Phasen sind durch die Einflüsse und den Zusammenhang mit der Weltwirtschaft bedingt, oder sie kommen von der politischen Seite her. Diese Einflüsse untersuchen wir im dritten Abschnitt.

III. Die Saisonschwankungen des Aktienmarkts.

Bei der Frage, wie groß der Einfluß der Saisonschwankungen auf die Aktienkurse ist, gehen die Meinungen sehr weit auseinander. Nicht nur, daß die Praktiker und die Theoretiker verschiedener Meinung darüber sind, nein, auch die Theoretiker untereinander haben recht verschiedene Auffassungen darüber. Wir wollen hier zunächst einmal die Börsenpraktiker zu Wort kommen lassen. Nach ihrer Anschauung (sie selbst nennen es natürlich „Erfahrung") läßt sich am Aktienmarkt ein ganz ausgesprochener Saisonrhythmus feststellen. Er beginnt mit der „Januarhausse" oder „Zinsanlagehausse", die durch das Bedürfnis der Anlage der am 31. Dezember fällig gewordenen Kupons, Mieten, Hypothekenzinsen und Zinsen für sonstige Darlehen sowie die Abschluß- und Weihnachtsgratifikationen hervorgerufen wird. Diese dauert noch bis in den Februar hinein. Auf diese „Januarhausse" folgt nun in den folgenden Monaten ein Rückschlag. Dieser Rückschlag ist der „Ausfluß der ungünstigen psychologischen Einwirkungen der Schlechtwetterperiode". Mit den ersten schönen Tagen kommt es dann zur sogenannten „Frühjahrshausse", die von Ende April bis zum Juni dauern kann. Auf diese „Frühlingshausse", wie sie auch genannt wird, folgt wieder ein leichter Rückschlag, oder besser gesagt die große Geschäftsstille der Sommermonate, weil die „Hochfinanz" sich in den Bädern befindet. Die Umsätze schrumpfen bis zur Bedeutungslosigkeit zusammen. Eine allgemein sinkende Tendenz herrscht während jener Hochsommermonate vor. Im September tritt dann wieder ein Umschwung ein. Von da an ziehen die Kurse wieder an, bis es im Dezember zu einer neuen Hausse kommt, der sogenannten „Bilanzhausse", die durch das „Bestreben der Banken, ihre Bilanzzahlen zu verbessern", hervorgerufen wird.

Diese Auffassung der Praxis ist auch vielfach von Theoretikern übernommen worden. So z. B. auch von O. Stillich[51]). Im allgemeinen jedoch leiten die meisten Theoretiker die Saisonschwankungen der Aktienkurse von denen des Geldmarktes ab. So z. B. O. Mohrus[52]), der die Saisonschwankungen der Aktienkurse auf die des Geldmarktes zurückführt mit der Begründung, daß die niedrigen Geldsätze zu Beginn des Jahres zu erhöhten Aktienkäufen einen Anreiz gäben, und umgekehrt die erhöhten Zinssätze am Jahresschluß zu Realisierungen am Aktienmarkt führen müßten. Die Statistik scheint sogar diese letztere Auffassung zu bekräftigen, denn tatsächlich läßt sich für die Nachkriegszeit — und dies nicht nur für Deutschland, sondern ebenso auch für viele andere Länder — für den Beginn der meisten Jahre eine Belebung am Aktienmarkt feststellen. Ebenso fallen die Kursrückgänge meist in das letzte Viertel des Jahres, was auch die folgende Tabelle XXIII bestätigt.

Tabelle XXIII.
Die monatlichen Veränderungen der Aktienindices im Durchschnitt der Nachkriegsjahre.*) **)
(Die Indices sind nicht als typische Saisonindices zu betrachten.)

Land	Deutschland	Frankreich	Belgien
Berechnungsbasis	1925 bis Juni 1931	Aug. 1928 bis Febr. 1932	1927 bis Febr. 1932
Januar	99,6	101,8	95,7
Februar	102,1	106,9	101,0
März	103,0	105,6	102,3
April	106,7	104,2	108,1
Mai	103,7	100,6	108,4
Juni	100,7	98,9	104,0
Juli	100,2	98,3	100,1
August	98,6	100,6	96,3
September	99,8	100,0	99,5
Oktober	96,1	95,8	97,0
November	94,9	94,7	94,4
Dezember	94,6	92,6	93,2
	100,0	100,0	100,0

Fortsetzung Tabelle XXIII.

Land	Niederlande	Schweiz	Großbritannien	Ver. Staaten v. Amerika
Berechnungsbasis	1925 bis Jan. 1932	1925 bis Jan. 1932	1925 bis Jan. 1932	1925 bis Jan. 1932
Januar	98,8	101,6	101,6	97,8
Februar	103,0	102,7	100,0	99,7
März	104,1	102,3	100,2	100,4
April	103,0	102,0	100,5	100,4
Mai	101,1	100,8	99,6	100,0
Juni	99,0	100,7	98,8	99,2
Juli	99,6	99,8	98,5	101,7
August	99,4	100,5	98,9	103,8
September	98,1	97,7	100,1	104,6
Oktober	98,8	97,7	101,4	99,4
November	98,4	97,2	101,7	97,6
Dezember	96,6	97,0	98,6	95,4
	100,0	100,0	100,0	100,0

51) Die Börse und ihre Geschäfte; Berlin 1909, Seite 261 ff.
52) Saisonschwankungen in der deutschen Wirtschaft; in „Der Deutsche Volkswirt", 3. Jahrgang, Nr. 11 vom 14. Dez. 1928, Seite 341. Ähnlich auch S. Freude, a. a. O. Seite 74 ff.
*) Nach: Donner, a. a. O. Seite 80.
**) Ermittelt unter Anwendung des „Gliedbildungsverfahrens"; vgl. u. a. Donner: Die Saisonschwankungen als Problem der Konjunkturforschung; in Sonderheft 6 der Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Berlin 1928.

Wer nun „zahlen- und methodengläubig" ist, wird dies als einen Beweis für die tatsächliche Existenz ausgeprägter Saisonschwankungen an den Aktienmärkten ansehen (vielleicht mit der Ausnahme von den Vereinigten Staaten von Amerika und England, wo diese Bewegungsfolge nicht so deutlich ausgeprägt ist). Nun macht aber schon Donner[53]) in sehr feiner Weise darauf aufmerksam, daß sich einem kritischen Betrachter sofort die Frage aufdrängen müsse, wie es denn möglich sein könne, daß auf einem so spekulativen Markt wie dem Aktienmarkt sich so regelmäßig Jahr für Jahr eine doch immerhin bedeutende Kurschance (für Deutschland = 13 %) herausbilde und sich auch halten könne, ohne daß sie sehr bald erkannt und ausgenutzt würde; und damit müßte ja dann dieser Saisonrhythmus von selbst zum Verschwinden kommen. Von diesem kritischen Standpunkt aus gesehen wäre also zu untersuchen, ob die oben errechneten durchschnittlichen Monatsreihen tatsächlich auf saisonmäßige Einflüsse zurückzuführen sind, d. h. also, daß immer die gleichen Gründe für diese Kursschwankungen Jahr für Jahr maßgebend waren und es dann auch weiter in Zukunft sein würden, oder ob das Ergebnis durch das Zusammentreffen von zufälligen, einander ähnlichen Einflüssen entstanden sein dürfte. Nun weist aber Donner eben dort selbst für Deutschland nach, daß es sich um eine Zufälligkeit der Ergebnisse handelt. Allein in fünf Jahren von den sieben der Berechnung zugrunde liegenden befinden sich die Kurse gerade in den ersten Monaten dieser Jahre an und für sich schon in einer Aufwärtsbewegung, die sich aus anderen als gerade saisonmäßigen Tatbeständen erklären läßt. Ebenso verhält es sich mit den Abwärtsbewegungen. Also kann man den oben wiedergegebenen durchschnittlichen Monatsreihen nicht den Charakter von typischen Saisonindices zuerkennen. Auch für die Vorkriegszeit ließ sich nirgend ein solcher eindeutig bestimmter Saisonrhythmus nachweisen. Soweit aber diese Monatsreihen einen Aussagewert besitzen, befinden sie sich im Gegensatz zu der Meinung der Börsenpraktiker, denn die Tiefpunkte der Reihen liegen fast ausnahmslos im Dezember, gerade wo die „Bilanzhaussen" von den Praktikern erwartet werden. Zwar haben sich die Tiefpunkte in der Vorkriegszeit tatsächlich im Sommer befunden (so auch nach den Indices von Axe und Flinn[54]) und dem des Instituts für Konjunkturforschung[55]) für den Zeitraum von 1900 bis 1913). Nur die „Frühjahrshausse" findet eine Bestätigung durch diese Untersuchungen. Daß aber die Praktiker diese Frühjahrshausse allein mit dem Beginn der Schönwetterperiode „begründen" wollen, erscheint uns nicht gerade als ein allzu glückliches Argument. Wenn man nun einmal von dieser angeblichen seelischen Beeinflussung durch das „schöne Wetter" absehen will, so kann man für das Anziehen der Kurse im Frühjahr eine viel schlagkräftigere und auch wahrscheinlichere Argumentation geben. Mit dem schönen Wetter setzt nämlich auch die Bautätigkeit in verstärktem Maße ein. Ebenso beginnen wieder die Arbeiten und damit die Bestellungen in der Landwirtschaft. Darüber hinaus setzt eine allgemeine Geschäftsbelebung auch im Handel ein, nämlich die Umstellung von dem Wintergeschäft auf das Sommergeschäft (man denke hier nur an die Konfektion, die Wäsche- und Modegeschäfte usw.). Alle diese Momente zusammengenommen geben der Wirtschaft und damit auch den Kursen einen ganz realen Hintergrund für einen Anstieg. Jedenfalls ist eine solche Argumentation weniger künstlich als eine, die nur mit unkontrollierbaren Einflüssen der „ersten schönen warmen Tage" arbeitet. Man muß dies einmal mit aller Schärfe herausstellen, denn nicht nur in Praktikerkreisen, sondern auch in den Handelsteilen von durchaus ernst zu nehmenden, ja sogar führenden Wirtschaftszeitungen spukt dieses „Schön- und Schlechtwetterargument" als ein oft dominierender Faktor der Kursbildung an den Aktienmärkten.

Um nun auf die zweite Version einzugehen, die die saisonmäßigen Veränderungen der Aktienkurse auf die Saisonschwankungen am Geldmarkt zurückgeführt haben will, haben wir folgendes festzustellen: 1. Damit die saisonmäßig sich ändernden Geldmarktzinssätze eine fördernde bzw. hemmende Veränderung der Spekulationskosten hervorrufen könnten, müßten sie groß genug sein, um die doppelten Kosten eines An- und Verkaufsgeschäftes zu überdecken. 2. Es dürften keine auch noch so kleinen Kursveränderungen eintreten, denn verändert sich der Kurs auch nur um $^{4}/_{10}$ % (also noch nicht einmal ½ %) innerhalb eines Monats, oder um 1¼ % innerhalb von 3 Monaten, so ist damit bereits eine Zinsersparnis von 5 % p. a. ausgeglichen. Nun sind aber Kursschwankungen von ½ bis 1¼ % nicht nur innerhalb eines Zeitraumes von drei Monaten fällig, sondern für die meisten Papiere sind dies Tagesschwankungen. Mit den Umsatzspesen verhält es sich ähnlich. Ist schon bei Geschäften unter Börsen-

53) a. a. O. Seite 80.
54) in: The Review of Economic Statistics, 1925, Seite 263, zit. nach Freude, a. a. O. Seite 75.
55) in: Die weltwirtschaftliche Lage Ende 1925, Seite 217, zit. nach Freude, a. a. O. Seite 74.

mitgliedern, die günstigere Sätze als die Kundengeschäfte erhalten, es kaum möglich, daß die Spesen geringer sind als die Zinsersparnis, so ist dies bei Kundengeschäften, die Makler- und Händlergebühr, dazu neben der Börsenumsatzsteuer auch noch Bankprovision und eine Abwicklungsgebühr zu zahlen haben, schon ganz und gar nicht mehr der Fall. Wir sehen also, daß der Kostenfaktor bei so kurzen Fristen, wie es die Saisonschwankungen ja sein müssen, überhaupt nicht ins Gewicht fallen kann. Man wird es nach all dem oben Gesagten verständlich finden, daß ein Teil der Theoretiker, wie z. B. Owens und Hardy[56]), auf Grund ähnlicher Untersuchungen und auch fast derselben Argumente zu einer Ablehnung des Einflusses der saisonmäßigen Veränderungen der Geldmarktsätze kommt und darüber hinaus sogar selbst die Existenz von Saisonschwankungen am Aktienmarkt ganz entschieden bestreitet. Wir selbst glauben nun, daß mit einer absoluten Leugnung von Saisoneinflüssen es auch nicht getan ist. Man schüttet hier leicht das Kind mit dem Bade aus. Wir müssen hier schon Donner[57])recht geben, wenn er sagt, daß zwar von einer Existenz von deutlich ausgeprägten Saisonschwankungen am Aktienmarkt nicht die Rede sein könne, aber man immerhin von einer „Saisondisposition" des Aktienmarktes sprechen könne, die sich darin äußere, daß z. B. in Deutschland die ersten Monate im Jahr mehr einer Hausse, die letzten Monate des Jahres mehr einer Baisse einen günstigen Nährboden liefern. Wir wollen aber diese Erkenntnis noch dahin einschränken, daß dieser Satz keineswegs Allgemeingültigkeit beanspruchen kann, sondern eben nur unter der Voraussetzung bestimmter Geldmarktverhältnisse, wie wir sie in den Nachkriegsjahren in Deutschland angetroffen haben, Gültigkeit haben kann. Gerade die sehr zielstrebige nationalsozialistische Aufbaupolitik hat es seit 1933 glänzend verstanden, diese saisonmäßigen Schwankungen, besonders am Geldmarkte, weitgehend zu beseitigen, und hat damit wieder einen weiteren Unruhefaktor zur Ausschaltung gebracht.

3. Abschnitt.
Die politischen Bestimmungsfaktoren.

Neben den regelmäßigen Schwankungen des Aktienmarktes kann man auch noch eine ganze Reihe von unregelmäßigen Schwankungen feststellen. Ein Teil dieser unregelmäßigen Schwankungen ist durch markt- und kurstechnische Faktoren bedingt und gelangt erst weiter unten, im zweiten Teil dieser Arbeit, zur Darstellung. Der größere Teil dieser unregelmäßigen Schwankungen jedoch wird durch die Einflußnahme von politischen Faktoren hervorgerufen. Aber auch die Einflüsse der politischen Faktoren lassen sich wieder in zwei voneinander verschiedene Einflußbereiche aufteilen. Einmal sind sie von grundlegender und gestaltender Bedeutung und bestimmen schlechthin die Grundrichtung jeder Entwicklung am Aktienmarkt. Daneben haben sie aber auch noch einen gewissen psychologischen Einflußbereich auf die Preisbildung, der aber, da er rein subjektiver Natur ist, erst im zweiten Teil dieser Arbeit zur Untersuchung gelangt. Hier wollen wir also nur die objektiv wirkenden politischen Faktoren zur Darstellung bringen.

I. Die staatspolitischen Faktoren.

Wie groß ist nun der Einflußbereich des Politischen? Sehr viel größer, als man annehmen möchte. Von der Politik eines Landes hängt es nämlich ab, ob Krieg oder Frieden ist, ob die Währung intakt ist, ob Vertrauen zu der Entwicklung der Wirtschaft besteht, ob die Finanzen gesund sind, ob günstige Handelsverträge vorliegen, ob die Geld- und Kreditmärkte einwandfrei funktionieren, ob gespart wird oder nicht, ob die Steuergesetzgebung einer weiteren Entwicklung Raum gibt, ob Devisenvorschriften bestehen, welche Zollpolitik und welche Verkehrspolitik getrieben wird usf. Man müßte hier noch sehr vieles aufzählen, wollte man auch nur einigermaßen vollständig sein. Überall im großen und im kleinen können wir den direkten oder doch zumindest den indirekten Einflußbereich des Politischen feststellen.

1. Die machtpolitischen Einflüsse.

Es darf nun keineswegs erwartet werden, daß für alle politischen Ereignisse sich auch Regeln finden lassen, die uns sagen, wie diese politischen Faktoren auf die Preisbildung einwirken werden. Dazu ist der Umfang und auch die Vielgestaltigkeit der politischen Einflüsse zu groß. Aber für einige wenige, besondere Vorgänge im politischen Leben lassen sich doch

[56]) Interest Rates and Stock Speculation; a Study of the Influence of the Money Market on the Stock Market, London 1925. Ebenso 2. Aufl. Washington 1930.
[57]) a. a. O. Seite 82.

solche Regeln ableiten. Und zwar kann man durch viele Jahrzehnte hindurch immer wieder — mit ganz verschwindend geringen Ausnahmen nur — die gleichen kursmäßigen Reaktionen an den Börsen feststellen.

A. Die Einflüsse außenpolitischer Vorgänge.

Schon seit der Zeit des großen amerikanischen Bürgerkriegs kann man bei dem Ausbruch eines jeden Krieges an den Börsen der davon betroffenen Länder eine dreifache Wirkung auf die Kurse der Aktien feststellen. Zu Beginn des Krieges kommt es zu einem mehr oder minder starken Kursrückgang, dem sogenannten „Kriegsstoß", auch vielfach als „Mobilmachungsschock" bezeichnet. Auf ihn folgt dann nach einiger Zeit die eigentliche Kriegskonjunktur, eine typische „Kriegslieferungshausse", und nach Beendigung des Krieges folgt dann ziemlich regelmäßig eine Nachkriegskrise. Dieser Dreierrhythmus läßt sich bis zur Entstehung der ersten Börsen fast ausnahmslos nachweisen. Besonders gilt dies aber für die letzten 50 Jahre.

Wie erklärt sich nun dieses Verhalten der Kurse? Zunächst müssen wir hier aber noch vorausschicken, daß dieser Dreierrhythmus nur für die von den Kriegen unmittelbar betroffenen Ländern gilt. Neben diesen direkten Einwirkungen auf die Aktienkurse der kriegführenden Länder müssen wir aber auch noch die mittelbaren Wirkungen auf die Kurse der nicht beteiligten Länder unterscheiden, die recht verschiedener Natur sein können, je nach dem Grade und der Stärke, mit der sie von den Ausstrahlungen dieses Krieges noch betroffen werden. Welches sind nun aber die kursmäßigen Auswirkungen des Krieges auf die Börsen der kriegführenden Länder selbst? Der zu Beginn eines jeden Krieges zu beobachtende mehr oder minder scharfe Rückgang der Aktienkurse, der sogenannte Mobilmachungsschock, ist nicht nur als der seelische Ausfluß einer pessimistischen Zukunftseinschätzung oder gar einer Angstpsychose zu werten. Natürlich tragen diese Momente auch noch zu einem solchen Kursrückgang bei, aber neben diesen mehr subjektiven Einflüssen lassen sich auch noch ganz objektive Momente anführen. Tatsächlich bedeutet doch ein solcher Kriegsausbruch eine empfindliche Störung des gesamten Wirtschaftslebens. Nicht nur, daß die feindlichen Länder nun als Abnehmer oder Lieferanten ausfallen, sondern darüber hinaus vollzieht sich eine vollkommene Bedarfsänderung. Sowohl der Konsum als auch die Produktion müssen sich von dem seitherigen Friedensbedarf auf den kommenden Kriegsbedarf umstellen. Je mehr wir uns der Jetztzeit nähern, um so stärker tritt diese Umstellung hervor. Bei den zukünftigen Materialkriegen werden sich diese Wirkungen noch vervielfachen. Nun beansprucht aber eine solche Umstellung unter Umständen sehr viele Mittel. Je spezialisierter der betreffende Produktionsbetrieb war, um so höher werden die Umstellungskosten sein, die den Gewinn dieses Jahres natürlich schmälern, im Grenzfalle sogar aufzehren. So wird man auch verstehen, warum die Kursrückgänge stets so verhältnismäßige und ungleichmäßige sein müssen. Bei demjenigen Unternehmen nämlich, dessen Export z. B. durch den Krieg unmöglich geworden ist, und das sich nur sehr schwer oder überhaupt nicht auf den Kriegsbedarf umstellen kann, wird die Bewertung eine ganz andere sein müssen, als bei einem Unternehmen, das sich sehr leicht und mit nur sehr geringen Kosten umstellen kann. Noch viel günstiger wird natürlich die Bewertung bei den sogenannten Rüstungswerten sein können, die ja von Anfang an, ja meist schon längere Zeit vorher, „Hochkonjunktur" haben. Aber selbst diese erleiden zu Beginn des Krieges einen, wenn auch viel leichteren, Kursrückgang, der aber viel rascher und durchaus begründet, wie wir oben dargelegt haben, in einen Kursaufstieg umschlägt. Bei allen anderen Nichtrüstungswerten jedoch werden die Baissemomente viel längere Zeit wirksam sein. Verstärkt wird dieser — anfänglich allein durch psychologische Faktoren bedingte — Verkaufsdrang noch durch die infolge der Kriegslage bedingte starke Anspannung der Geld- und Kreditmärkte. Man sieht also, daß es eine ganze Reihe von Faktoren ist, die alle zusammen dahin wirken, daß es zu einem „Kriegsstoß", dem sogenannten „Mobilmachungsschock", auf dem Aktienmarkt zu Beginn eines jeden Krieges kommt. Da man sich zu Beginn des Weltkriegs rechtzeitig genug an dieses Phänomen bei den verschiedenen Landesregierungen erinnerte, versuchte man, einem solchen zwangsläufigen allgemeinen Kurssturz zuvorzukommen, indem man sofort alle Börsen zur Schließung brachte. Am 28. Juli 1914 schloß bereits die Madrider Börse. Ihr folgten alle europäischen Börsen in Kürze. Selbst die Neuyorker Börse schloß am 31. Juli 1914 ihre Pforten. Als letzte Börse folgte auch die Londoner Börse dem allgemeinen Beispiel am 1. August 1914. An den zahlreichen „schwarzen Börsen" jedoch, die sich trotz aller behördlichen Verbote überall bildeten, konnte man in den ersten Kriegsmonaten dieselben scharfen Kursrückgänge feststellen, die sich sonst an den offiziellen Börsen abgespielt hätten. Doch schon nach einigen wenigen Monaten, selbst auch im Weltkriege, war die

Kriegskonjunktur in Gang gesetzt. Wie erklärt sich nun das Zustandekommen einer solchen Kriegskonjunktur? Ihren ersten Anstoß erhält sie natürlich von den sogenannten Rüstungswerten, den Waffen- und Kanonenfabriken, sowie allen Unternehmungen, die Kriegsmaterial liefern. Diese heimsen recht erhebliche Gewinne ein. Die Dividenden vervielfachen sich. Damit ist ein wesentlicher Anreiz zur Anlage in solchen Werten gegeben. Da aber bei längerer Dauer eines Krieges nicht nur die eigentlichen Rüstungswerte, sondern jeder irgendwie noch umstellungsfähige Betrieb „Kriegsmaterial" anfertigt, so kommt es auch hier zu übermäßiger Gewinnbildung, besonders wenn man diese nicht — wie z. B. England im Weltkriege — versucht, wegzusteuern, und darüber hinaus eine ziemlich scharfe Preiskontrolle einführt. Trotz solcher Gewinnbeschränkungen bleiben aber doch noch erhebliche Gewinnmöglichkeiten für die Gesellschaften bestehen. Besonders, da so nach und nach durch den ungeheuren Materialverbrauch der Fronten alle Waren (auch selbst die nicht direkt für den Krieg wichtigen) knapp und immer knapper werden, und es damit zu Preissteigerungen kommt. An den „schwarzen Börsen" kommt es zu großen Kurstreibereien, und die Kurse klettern weiter nach oben. Sind nun diese Kurserhöhungen gerechtfertigt? Rein „privatwirtschaftlich" gesehen ja. Denn die riesigen Dividendenausschüttungen sind ein Zeichen dafür, daß es den Gesellschaften überaus gut geht. Auch vom Anlagestandpunkt aus gesehen ist eine Anlage in Aktien überaus rentabel. Denn sowohl der Ertrag aus Dividenden als auch aus Kursgewinnen und Bezugsrechten bis hin zur Gratisaktie rechtfertigt scheinbar eine solche günstige Bewertung der Unternehmungen. Aber volkswirtschaftlich betrachtet ist sie ein ungeheuerlicher Unfug. Denn der Krieg bedingt doch eine übermäßig gesteigerte Vernichtung des allerwertvollsten Materials und kann schon deswegen nicht ewig dauern. Die immer stärker spürbar werdende Rohstoffknappheit müßte doch eigentlich die Spekulanten warnen und sie etwas *weniger kurzfristig* denken lassen, und sie daran erinnern, daß auch der längste Krieg zu Ende gehen muß. Nun bedingt aber gerade der Frieden wiederum eine vollständige Umstellung der gesamten Kriegswirtschaft auf die normale Friedenswirtschaft. Nur sind diesmal die äußeren Umstände viel ungünstiger. Die riesigen Kriegsaufträge sind in Wegfall geraten. Die Umstellung verlangt wieder erhebliche Mittel. Aber die Geld- und Kreditmärkte sind durch die Kriegsfinanzierung noch erschöpft. Jetzt wird man sich erst eigentlich klar, welche ungeheuerlichen Verluste der Krieg verursacht hat. Alle diese Momente zusammen führen — nicht nur in dem Lande, das den Krieg verloren hat, wo sich diese Faktoren natürlich doppelt ungünstig auswirken müssen — zu starken Kursrückgängen, eben der typischen Nachkriegskrise. Der Umfang dieser Kursbewegungen ist von Land zu Land und auch zeitlich sehr verschieden, doch überall läßt sich diese oben dargestellte Aufeinanderfolge: Kriegsstoß (Mobilmachungsschock), Kriegskonjunktur (Kriegslieferungshausse) und Nachkriegskrise feststellen. Auch unsere Tafel IV (s. S. 44) bestätigt diese Ausführungen.

Neben diesen Einflüssen auf die Aktienkursbewegungen der kriegführenden Staaten gehen aber auch noch Einwirkungen auf die Kursbewegung in neutralen Ländern aus. So kann z. B. eine Blockade über ein in den Krieg verwickeltes Land verhängt werden. Dies kann für die Schiffahrtsunternehmungen eines neutralen Landes entweder ein großes Plus sein, wenn z. B. das von der Blockade betroffene Land sein heftigster Konkurrent war, dies würde also ein Steigen der Schiffahrtswerte hervorrufen, — oder ein großes Minus, wenn nämlich die eigenen Häfen durch die ungünstige Lage mitbetroffen würden. In letzterem Fall wären diese Werte einem stärkeren Kursrückgang ausgesetzt. Ja, selbst schon die Drohung einer Sperrung eines Schiffahrtweges kann einen erheblichen Kurssturz der betroffenen Werte herbeiführen, wie uns das Beispiel der Suezkanal-Aktien anläßlich des Ausbruches der italienisch-abessinischen Feindseligkeiten lehrt. Die Suezkanal-Aktien sanken am 3. Oktober 1935 auf frs. 16 590,—, erholten sich nach einigen Tagen zwar auf frs. 16 860,—, doch noch drei Monate früher notierten sie frs. 19 640,—. (Alle Kurse verstehen sich für eine Aktie von frs. 250,— nominal.)

Aber auch auf sonstige politische Ereignisse reagieren die Kurse sehr stark. So löste z. B. der Hooversche Vorschlag eines Reparationsfeierjahres vom 20. Juni 1931 an allen Börsen der Welt sprunghafte Aufwärtsbewegungen aus.

B. Die Einflüsse innenpolitischer Vorgänge.

Nicht nur die Außenpolitik ist ein Faktor, der mitunter recht bedeutende Kursveränderungen an den Aktienmärkten hervorruft, sondern auch die innenpolitischen Vorgänge können die Veranlassung zu recht bedeutenden Kursbewegungen geben. Selbstverständlich ist nicht *jeder* innenpolitische Vorgang auch schon ein Kursbestimmungsfaktor, sondern nur ein ver-

hältnismäßig geringer Teil, und zwar nur der Teil, der direkt oder indirekt zu wirtschaftlichen Veränderungen Anlaß gibt, kommt hier in Frage. Auch hierbei müssen wir wieder unterscheiden zwischen Einwirkungen auf das Gesamtkursniveau und Einwirkungen auf eine einzelne Branche oder Gruppe oder gar eine Einzelunternehmung. So setzte z. B. im Herbst 1932 in den Vereinigten Staaten von Amerika eine Prohibitions-Sonderhausse in den sogenannten „feuchten" Werten bei Bekanntwerden der Absicht, das Alkoholverbot aufzuheben, ein. Nicht nur die Aktien von Brauereien, Spritwerken und Weinhandlungen stiegen, sondern ebenso die Aktien von Flaschenfabriken sowie der Werke, die die Einrichtungen für Brauereien liefern. Gleichzeitig mußten sich die sogenannten „trockenen" Werte recht beträchtliche Kursrückgänge gefallen lassen, besonders die Aktien von Werken, die alkoholfreie Getränke herstellten. Wir sehen hier, wie ein politischer Vorgang nur auf eine gewisse Branche einwirkt. Noch enger wird der Kreis bei Gewährung von staatlichen Subventionen, wo schließlich nur der Kurs eines einzigen Unternehmens, das gerade diese Subvention zugesprochen erhält, in Bewegung gesetzt wird. Neben solchen Einzelwirkungen können wir aber auch Wirkungen auf das Gesamtkursniveau feststellen. Dies ist z. B. beim Ausgang von Wahlen der Fall. Gerade die politischen Wahlen wirken mit großer Heftigkeit auf das gesamte Aktienkursniveau ein und setzen es unter Druck oder bringen eine merkliche Erholung hervor. Man könnte auf Grund des Verlaufs der Nachkriegsjahre fast die Regel aufstellen, daß jede Verstärkung des Einflusses der Linksparteien von der Börse mit einer Baisse beantwortet wurde, während ein Sieg der Rechtsparteien zu Kurssteigerungen führte. So konnte man in Frankreich im Jahre 1924 nach dem Sieg der Sozialisten und ihrer Freunde, der Radikalen, bei den Kammerwahlen an der Pariser Börse einen ziemlich starken Kursrückgang erleben. Das gleiche konnten wir in der jüngsten Zeit anläßlich des Sieges der Volks front bei den französischen Kammerwahlen vom 3. Mai 1936 beobachten. Das Bekanntwerden der Verzichtleistung der Radikalsozialistischen Partei auf ihre Kandidaten zugunsten der Kommunisten rief an der Pariser Börse „eine sehr gedrückte Stimmung hervor" und führte zu „sehr merklichen Kursrückgängen". Auch in England reagierte die Börse auf den großen Wahlsieg der englischen Arbeiterpartei (Labourparty) im Frühjahr 1927 mit einem sehr heftigen Kursrückgang. Dagegen war in Frankreich der Wahlsieg der Rechtsparteien im Mai 1928 der Grund zu einer ansehnlichen Aufwärtsbewegung der Kurse. Auch bei den Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten von Amerika löste die Wahl der konservativen Republikaner Coolidge im Jahre 1924 und von Hoover im Jahre 1928 jeweils starke Haussen in der Wallstreet aus. Natürlich darf man hierbei nicht die Begriffe Rechts- und Linkspartei allzu eng fassen. Soweit im großen Durchschnitt betrachtet die Rechtsparteien meist als „börsenfreundlich" und die Linksparteien als „börsen- und kapitalfeindlich" gelten, stimmt unsere Regel. Wenn natürlich eine „Rechtspartei" ebenfalls als börsenfeindlich gilt, so wird ein Wahlsieg einer solchen Rechtspartei natürlich auch als ein Baissemoment gewertet werden, wie z. B. der Wahlsing der NSDAP. vom 14. September 1930, der damals ebenfalls zu Kursrückgängen an allen deutschen Börsen führte. Wir sehen also, daß das Kriterium des Verhaltens der Kurse weniger von der formalen Bedeutung der Begriffe „Rechts"- und „Linkspartei", als von ihrem Inhalt, d. h. ihrem politischen Programm in wirtschaftlicher Hinsicht abhängt. Wenn wir unsere obige Regel nun allgemeingültiger formulieren wollen, so lautet sie: Wahlerfolge von „börsenfreundlichen" Parteien wirken haussegünstig und Wahlerfolge von „börsenfeindlichen" Parteien wirken als Baissefaktoren auf die Aktienpreisbildung an der Börse ein. Glücklicherweise ist auch dieser Beunruhigungsfaktor von der innenpolitischen Seite her in Deutschland zur Ausschaltnug gelangt, aber im Auslande wird nach wie vor, wie die Beispiele der letzten Kammerwahlen in Frankreich lehren, die Aktienkursbildung von dieser Regel beeinflußt.

2. Die währungspolitischen Einflüsse.

Nun können wir aber nicht nur Einflüsse von der machtpolitischen Seite feststellen, sondern ebenso sehr wirken auch andere politische Faktoren in starkem Maße auf die Preisbildung am Aktienmarkt ein. Schon zu Beginn dieser Arbeit haben wir verschiedentlich darauf hingewiesen, daß nicht nur die Bewertungs g r u n d l a g e n , sondern auch die Bewertungs m a ß s t ä b e dauernden Änderungen unterworfen sind. Als Bewertungsmaßstäbe hatten wir den landesüblichen Zinsfuß und den Geldwert festgestellt. Da wir die Einflüsse von der Zinsseite her schon untersucht haben, so bleibt uns hier noch übrig, die Einflüsse der Geldwertänderungen darzustellen. Nun kann der Geldwert sinken, oder er kann steigen. Untersuchen wir zunächst einmal das erstere.

A. Inflationswirkungen auf die Aktienpreisbildung.

Wenn der Geldwert sinkt, so steigen die Preise. Steigende Preise im Inlande bedeuten aber einen Anreiz für die ausländischen Exporteure, die dann höhere Preise als seither erzielen können, also wird die Einfuhr steigen. Gleichzeitig wird der eigene Export zurückgehen, da man durch die erhöhten Preise und Löhne nicht mehr so konkurrenzfähig ist. Die Handelsbilanz verschlechtert sich also zusehends und es kommt zu immer stärkerem Goldexport. Gegen diese Goldabflüsse wird sich die Zentralbank (bei uns die Reichsbank) zur Wehr setzen. Sie kann sich dabei zweier verschiedener Mittel bedienen. Einmal kann sie den Diskont heraufsetzen und zweitens kann sie zu dem Mittel der Kreditrestriktion greifen. Gewöhnlich genügt schon eines der beiden Mittel allein, um eine ausreichende Verknappung an den Kreditmärkten herbeizuführen, so daß der Goldabfluß zum Stillstand gelangt und damit ein weiterer Preisanstieg unterbunden ist. Fehlt aber dieser Gegendruck von seiten der Kreditmärkte, so setzt sich der Preisanstieg immer weiter fort und führt damit schließlich zu dem Phänomen, das man als Inflation bezeichnet. Wie wirkt sich nun eine solche Inflation auf die Preisbildung am Aktienmarkt aus? Zunächst, zu Beginn der Geldentwertung, sehr günstig, da nämlich die Preise, die von den Unternehmungen erzielt werden, sich der Geldentwertung viel rascher anzupassen vermögen als z. B. die Löhne, so daß den Unternehmungen von dieser Seite her Sondergewinne zuwachsen. Die Dividendenausschüttungen erhöhen sich denn auch, bleiben aber trotzdem in Gold gemessen hinter den Dividenden guter, normaler Jahre zurück. Mit fortschreitender Inflation erhöhen sich zwar die Dividenden immer mehr, bleiben aber gleichzeitig in Gold gemessen immer stärker hinter der Geldentwertung zurück. Dies ergibt sich auch aus unserer folgenden Tabelle, die wir W. Heizmann[58]), der in seiner Arbeit besonders die Einflüsse der Geldentwertung auf die Aktienkurse untersucht hat, entnommen haben.

Tabelle XXIV.

Im Durchschnitt zahlten 328 an der Berliner Börse notierte Industrieaktien folgende Dividenden: (A in Papiermark; B in Goldmark). (Nach den durchschnittlichen Teuerungszahlen des Statistischen Reichsamts umgerechnet.

(Alles in Prozenten)

	1912	1918	1919	1920	1921	1922
A. Dividende in Papiermark	11,3	13,3	14,9	18,0	24,0	118,9
B. Dividende in Goldmark	11,3	5,2	3,0	1,8	1,4	0,13
C. Landesüblicher Zinsfuß	4,7	5	4,7	5	6	7

Zum besseren Vergleich haben wir auch unter C den landesüblichen Zinsfuß (in abgerundeten Prozentzahlen) hinzugefügt. Aus obiger Tabelle ergibt sich nun klar, daß vom Jahre 1920 ab die Dividende als Preisbestimmungsfaktor immer mehr in den Hintergrund treten mußte. An die Stelle des Ertragswertes trat nun der Substanzwert. Je mehr die Inflation voranschritt, desto stärker setzte eine immer mehr sich steigernde „Flucht in die Sachwerte" ein. Verstärkt wurde diese Bewegung noch durch die Devisenbestimmungen, die dem großen Publikum den Erwerb von ausländischen Valuten untersagte, so daß damit die Aktienmärkte noch mehr in den Vordergrund geschoben wurden. Der Aktienwert war für große Teile des Publikums fast noch das einzige Mittel zur Substanzerhaltung (neben dem Erwerb von Waren oder Grundstücken) geworden. Die Umsätze an den Aktienbörsen erreichten ungeahnte Höhen. Ebenso rasch kletterten auch die Kurse in die Höhe. Trotzdem konnten aber die Aktienkurse keineswegs mit der fortschreitenden Geldentwertung Schritt halten. Die Aktien waren, an ihrem Kapitalwert gemessen (in Gold), noch erheblich unterbewertet, was auch aus der folgenden Tabelle XXV deutlich hervorgeht.

58) Geldentwertung und Aktienkurse; in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 18. Jahrgang, Leipzig 1924, Seite 360 f.

Tabelle XXV.

Durchschnittliche Höchstgoldkurse aus 254 an der Berliner Börse notierten Industrieaktien in Prozenten[59]).
(Die Papiermarkkurse sind nach den amtlichen Berliner Dollarkursen umgerechnet.)

	1919	1920	1921	1922	1923 (7. 12.)
A. Gesellschaften mit Goldkapital	67	24	28	30	51
B. Gesellschaften mit höchstens dreifach erhöhtem Kapital	78	28	30	23	31
C. Gesellschaften mit drei- bis fünffach erhöhtem Kapital	72	24	26	17	19
D. Gesellschaften mit 5- bis 10fach erhöhtem Kapital	86	30	27	17	13
E. Gesellschaften mit über 10fach erhöhtem Kapital	95	31	29	20	12

Besonders kraß war diese Unterbewertung für die Jahre 1920 bis zum Herbst 1922. Als Grund für diese Erscheinung kann man die Hoffnung ansehen, daß die deutsche Mark eventuell auf einem höheren Niveau als den damaligen Tageskursen stabilisiert werden könnte. Im Herbst 1922 brach aber diese Hoffnung zusammen. Der Dollar, der im Juni 1922 noch 75,52 Papiermark notierte, stieg im Oktober bereits auf 757,37 Papiermark (also bereits das 10fache) und überschritt dann sofort die Tausendmarkgrenze. Die Folge davon waren die großen Aufwertungshaussen vom Oktober 1922 und im zweiten halben Jahr von 1923. Besonders bemerkenswert hierbei ist, daß nun bei diesen Aktienhaussen die Kurse relativ viel schneller (beinah 15 mal rascher) stiegen als die Devisenkurse, ohne jedoch den früheren Terrainverlust ganz aufholen zu können. Die Erkenntnis der Geldwertminderung war zu dieser Zeit eine so allgemeine geworden, daß jeder Kapitalbesitzer nur noch bestrebt war, sein Vermögen vor weiterem Substanzverlust so gut wie möglich zu schützen. Die „Flucht in die Sachwerte" war eine so allgemeine, daß während dieser Zeit nur noch der Substanzwert der alleinige Kursbestimmungsfaktor am Aktienmarkt war.

B. Deflationswirkungen auf die Aktienpreisbildung.

Nun haben wir noch die Geldwertsteigerung und ihre Wirkung auf die Aktienpreisbildung zu untersuchen. Bei einer Deflation steigt der Geldwert, während die Warenpreise sinken. Jede Preissenkung hat aber zur Folge, daß sich die Erträge der Unternehmungen, — ceteris paribus natürlich — verringern, was von ungünstigem Einfluß auf die Kurse sein muß. Andererseits sind die Geld- und Kreditmärkte jedoch ziemlich flüssig, was wieder sehr günstig auf die Kurse wirkt, so daß sich, im allgemeinen betrachtet, bei einer nur leichten Geldwertsteigerung die Wirkungen dieser beiden einander entgegengesetzten Faktoren sich gegenseitig aufheben werden. Anders wird dies jedoch bei einer ausgesprochenen Deflation sein. Bei einer solchen Deflation nämlich überwiegen die ungünstigen Faktoren, denn die Preise gehen zurück, aber von Seiten der Geld- und Kreditmärkte kommt keine Erleichterung, da entweder der Staat einen Teil seiner umlaufenden Zahlungsmittel einzieht oder mit Hilfe seiner Zentralbank einen stärkeren Kreditabbau erzwingt. Je nachdem spricht man von einer Staatsdeflation oder einer Kreditdeflation. Außerdem kann aber auch eine Deflation noch durch eine verminderte Umlaufsgeschwindigkeit der Zahlungsmittel eines Landes eintreten. Ganz gleich bleibt es sich nun aber, was eigentlich die Deflation verursacht hat. In jedem Falle haben wir es nämlich mit demselben Tatbestand von stark verknappten Geld- und Kreditmärkten bei rückläufigen Preisen zu tun. Beide Faktoren wirken also gemeinsam auf einen Kursrückgang am Aktienmarkt hin. Man braucht hier nur an das deutsche Beispiel der Deflation von 1931/32 zu erinneren. Aber auch in anderen Ländern hat man zu dem politischen Mittel der Deflation gegriffen. Wir wollen hier nur noch an Italien erinnern, das sich auf diesem Wege einen günstigeren Stabilisierungskurs für seine Lira erzwang. Nicht nur die Warenpreise fielen sehr stark in Italien, sondern auch die Aktienkurse mußten sich eine glatte Halbierung gefallen lassen. Sobald aber auch nur die Kreditverknappung, etwa gegen Mitte 1927, etwas nachließ, erholten sich die Aktienkurse recht merklich und traten eine neue Aufwärtsbewegung an. Auch für andere Länder ließ sich noch das Gleiche nachweisen.

59) Entnommen: W. Heizmann; a. a. O. Seite 377.

3. Die sozialpolitischen Einflüsse.

Obwohl wir heute in Deutschland in der glücklichen Lage sind, daß solche Auswüchse einer liberalistischen Wirtschaftsauffassung, wie es die riesigen Streikbewegungen und Aussperrungen sind, nicht mehr ihren zerstörenden Einfluß auf unseren Wirtschaftsaufbau ausüben können, so hat trotzdem eine Untersuchung ihrer Einflüsse mehr als nur einen historischen und auch mehr als nur einen theoretischen Wert. Wir brauchen hier nur an den großen, monatelang währenden englischen Bergarbeiterstreik des Jahres 1925 zu erinnern, der von allergrößtem Einfluß gerade auf die deutsche Montanindustrie war. Durch den monatelangen Ausfall der englischen Kohlenlieferungen erhielt der gesamte deutsche Bergbau zusätzliche Aufträge von ganz ansehnlichem Umfange. Diese Sondergewinne der deutschen Montanindustrie verbesserten nicht nur ganz wesentlich die Erträgnisse dieser Gesellschaften und erhöhten dadurch auch ihre Börsenkurse, sondern, von diesem Anstoß ausgehend, waren auch der Gesamtwirtschaft Konjunkturgewinne zugeflossen, die sich ebenfalls in erhöhten Aktienkursen auswirkten. Von entgegengesetztem Einfluß war natürlich dieser gewaltige Streik auf die Kurse der englischen Montanpapiere und darüber hinaus auf die Tendenz an der Londoner Börse. Denn ganz gleich, ob es sich nun um einen Streik oder eine Aussperrung handelt, wenn sie nur lange genug andauern, so müssen ihre Auswirkungen auf die Geschäftsergebnisse der davon betroffenen Gesellschaften und damit natürlich auch auf die Börsenkurse ihrer Aktien, äußerst ungünstige sein. Handelt es sich zudem noch um ein lebenswichtiges Produkt (vielleicht sogar noch um ein wichtiges Spezialprodukt), so ist es nicht einmal in allen Fällen sicher, ob die durch den Streik oder die Aussperrung betroffene und abgewanderte Kundschaft so ohne weiteres wieder gewonnen werden kann. Kommt es nun tatsächlich zu einer endgültigen Abwanderung der Kundschaft infolge eines allzu langen Streikes oder, was dasselbe ist, zu einer Umlagerung des Bedarfs (oder zu Ersatzbeschaffungen), so zieht dies meist einen katastrophalen Zusammenbruch der Kurse der davon betroffenen Gesellschaft nach sich. Beispiele gibt es hierfür mehr als genug, in jedem Lande und in jeder Zeit, besonders aber in der Nachkriegszeit.

II. Die wirtschaftspolitischen Faktoren.

1. Die handelspolitischen Einflüsse.

Neben den staatspolitischen Faktoren, nämlich den machtpolitischen sowie den währungs- und sozialpolitischen Einflüssen, müssen wir aber auch den wirtschaftspolitischen Faktoren einen größeren Einflußbereich einräumen. Hier sind an erster Stelle wieder die Einflüsse zu nennen, die von der Seite der Handelspolitik eines Landes, nicht auf die Kurse einzelner Branchen, die direkt von diesen Maßnahmen betroffen werden, einwirken, sondern darüber hinaus durch die Verknüpfung der Industrien untereinander, auch auf die Tendenz des gesamten Aktienkursniveaus von Einfluß sind. Wir denken hier in erster Linie an günstige Handelsverträge, die mitunter geradezu den Rückhalt für das Bestehen ganzer Industriezweige bedeuten. Wird ein solcher Handelsvertrag gekündigt oder — was viel öfter vorkommt — durch Aenderung und Zusätze des anderen Landes unterhöhlt oder gar offensichtlich gebrochen, so wirkt dies mit großer Stärke nicht nur auf den davon betroffenen Industriezweig oder die Exportbranche, sondern darüber hinaus ergeben sich auch weitere Einwirkungen auf den gesamten Aktienmarkt. Es kommt dann in solchen Fällen leicht zu Repressalien. Von Vergeltungszöllen bis zum Zollkrieg ist es dann meist nur noch ein kleiner Schritt. Ein solcher Zollkrieg kann aber zur Verödung ganzer Industriezweige und zur Lahmlegung ganzer Exportbranchen führen. Die Aktien der davon hauptsächlich betroffenen Unternehmungen können dann fast bis zum Nullpunkt sinken. Indirekt wirkt aber ein solcher Kurszusammenbruch sich immer weiter aus; ganz abgesehen von den starken psychologischen Ausstrahlungen solcher Kursstürze auf die übrigen Aktienwerte.

Die Neugestaltung von Zolltarifen wirkt sich hingegen weniger allgemein aus, da sich die Gesamtwirkung eines solchen neuen Tarifs nicht von vornherein sicher genug übersehen läßt. Hingegen wirken die einzelnen Zollpositionen, soweit sie wichtige Aenderungen bringen, sehr nachhaltig auf die Kurse der davon betroffenen Branchen oder Einzelunternehmungen ein.

Ebenso sind staatlich gewährte Subventionen mehr von spezieller Bedeutung für die Aktienkurse der betreffenden gestützten Betriebe. Von größerer Wirkung sind diese Subventionen schon, wenn sie einer ganzen Branche gewährt werden, z. B. der Schiffahrt, den Großbanken usf. Gewöhnlich pflanzt sich dann in diesem Falle der Kursauftrieb weiter fort. Ein besonders gutes Beispiel ist hierfür die Gründung der Refico (Reconstruction Finance

Corporation) in den Vereinigten Staaten von Amerika im Winter 1931/32, die speziell für Subventionszwecke mit einem Kapital von 500 Millionen Dollar geschaffen wurde. Sowohl das Bekanntwerden der Gründung als auch die spätere Kapitalerhöhung gaben die Veranlassung zu einer merklichen Aufwärtsbewegung der Aktienkurse an der Newyorker Börse.

2. Die Einflüsse der Steuerpolitik des Staates.

Wenn wir hier von den Einflüssen der Steuergesetzgebung eines Staates auf die Preisbildung am Aktienmarkt sprechen, so denken wir dabei nicht in erster Linie an die Börsenumsatzsteuer, die Dividenden- und Kuponsteuer usf., sondern an die Ziele, die ein Staat mit seiner Steuerpolitik verfolgt. So kann z. B. eine kapitalfeindliche Steuerpolitik nicht nur die Richtung und die Intensität der Kapitalanlage in Börsenwerten ändern, sondern geradezu den Anlaß geben für eine allgemeine Kapitalflucht. Wir erinnern hier nur an die heutige Kapitalflucht in Frankreich. Der Erfolg ist dann der, daß die Börsen allgemein veröden und die Kurse mehr oder minder stark zurückgehen. Auf der anderen Seite aber läßt sich mit Hilfe der Steuerpolitik der Anlagestrom dorthin lenken, wo er aus staats- und wirtschaftspolitischen Gründen wünschenswert erscheint. So läßt sich durch eine schärfere Besteuerung der Aktiengesellschaften und eventuell auch der Aktiendividenden eine Umlagerung des anlagesuchenden Kapitals von den Aktienunternehmungen hinweg zu den Personalunternehmungen erzielen. Ebenso können die Rentenwerte steuerlich bevorzugt werden, so daß eine Anlage in diesen Werten sich als vorteilhafter erweist, besonders, wenn ihr gar noch Steuerfreiheit gewährt wird. Freilich lassen sich solche Maßnahmen nur bei ansteigender Konjunktur ohne Schaden für die Aktienpreisbildung durchführen.

3. Die Einflüsse der Kapitalmarktpolitik des Staates.

Wir haben oben schon in der Steuerpolitik ein Mittel kennengelernt, das dem Staate gestattet, auf die Kapitalmärkte Einfluß zu nehmen. Nun besitzt er aber daneben noch eine ganze Reihe anderer Handhaben, die wir jetzt zur Darstellung bringen wollen. Schon seit den allerersten Anfängen der Börse hat es sich gezeigt, daß eine ungehemmte Spekulation die ungeheuerlichsten Preisübertreibungen, und darauf zwangsläufig folgend die furchtbarsten Kurszusammenbrüche verursacht hat. Die ganze Börsengeschichte in allen Ländern ohne Ausnahme kennt genug Beispiele dieser Art. So sahen sich denn die Regierungen überall gezwungen, gegen diese Spekulationsexzesse einzuschreiten. Es gibt eine Fülle von Reglementierungen und gesetzlichen Verordnungen und Einrichtungen, die alle nur dem Zwecke einer besseren, einwandfreieren Preisbildung dienen sollen. Da der größte Teil dieser behördlichen Maßnahmen jedoch nur von einem zusätzlichen und mitbestimmenden Einfluß auf die Preisbildung ist, so untersuchen wir diese Einwirkungen erst im zweiten Teil dieser Arbeit. Ein Teil jedoch dieser behördlichen Maßnahmen ist von so grundlegender Bedeutung, daß er nach unserer Systematik schon hier behandelt werden muß.

An erster Stelle müssen wir hier den gesetzlichen Schutz erwähnen, der nicht nur der Börse und ihren Einrichtungen gewährt wird, sondern darüber hinaus besonders den Börsenabschlüssen. Würde nun dieser gesetzliche Schutz ganz fehlen — wir wollen hier nur an die Wirkungen des Differenzeinwandes oder des Registereinwandes erinnern —, so müßte damit eine grundlegende Aenderung in der Preisbildung eintreten. Denn nun müßte das außerordentlich große Risiko der Nichterfüllung der Abschlüsse den verschiedenen Börsenkontrahenten gegenüber mit verschieden hohen Risikozuschlägen zum Abschlußpreis in Rechnung gesetzt werden. Schon an dem einen Beispiel der Uneinklagbarkeit der Forderungen, denen Börsentermingeschäfte in Aktien zugrunde liegen, sieht man, welchen revolutionierenden Einfluß auf die Aktienpreisbildung das Fehlen eines solchen gesetzlichen Schutzes zur Folge hätte.

Ein weiterer Faktor von grundlegender Bedeutung ist auch die Schließung von Börsen, ein Mittel, dessen Wirkung den Regierungen wohl bekannt ist. Immer wenn der Ausbruch einer Krise (sei sie nun wirtschaftlicher oder politischer Natur) unmittelbar bevorsteht und eine Panik an den Effektenmärkten unvermeidbar wäre, greifen die Regierungen zu dem Mittel der Schließung der Börse. Wir erinnern hier nur an den Ausbruch des Weltkriegs, der gegen Ende Juli 1914 nicht nur eine Schließung von sämtlichen europäischen, sondern selbst der kanadischen und amerikanischen Börsen brachte. Weiter an die Schließung der deutschen Börsen vom 13. Juli bis zum 2. September 1931 anläßlich des Zusammenbruchs der Darmstädter und Nationalbank, denen die Schließung der Londoner Börse sowie auch zahlreicher anderer europäischer Börsen folgte, ebenso die erneute Schließung der deutschen Börsen

vom 18. bezw. 21. September 1931 aus Anlaß der englischen Währungskrise (Aufhebung der Goldeinlösung). In jedem dieser Fälle wäre bei der Nichtschließung der Börsen ein panikartiger Kurssturz ganz unvermeidbar gewesen. Die Schließung der Börsen konnte nun zwar einen Rückgang der Kurse nicht aufhalten, doch erstreckte sich derselbe nun auf einen viel längeren Zeitraum und nahm bei weitem nicht die Ausmaße an, die er ohne diese behördliche Maßnahme erreicht hätte.

Zweiter Teil.
Die mitbestimmenden Faktoren.

In dem ersten Teil der vorliegenden Arbeit haben wir in den ökonomischen Hauptfaktoren sowie in den konjunkturellen und politischen Bestimmungsfaktoren die grundlegenden Faktoren der Preisbildung am Aktienmarkt kennengelernt. In dem zweiten Teil dieser Untersuchung wollen wir nun auch noch die restlichen Faktoren, denen wir nicht den Rang von grundlegenden Faktoren zuerkennen konnten, und ihre Wirkung auf die Aktienpreisbildung zur Darstellung bringen. Im Gegensatz zu den grundlegenden Faktoren, deren Einfluß von sehr nachhaltiger Wirkung auf die Preisbildung ist, können wir bei den mitbestimmenden Faktoren nur einen zeitweiligen Einfluß von mehr vorübergehender Natur feststellen. Natürlich werden wir immer wieder beobachten können, daß auch einer der mitbestimmenden Faktoren einmal, wenigstens scheinbar, die Rolle eines Hauptfaktors spielt. So kann z. B. die Spekulation unter Ausnutzung der positionstechnischen Lage vorübergehend zum einflußreichsten Preisbestimmungsfaktor werden. Ebenso kann jeder andere mitbestimmende Faktor vorübergehend die Herrschaft an sich reißen, d. h. er kann auf die Preisbildung dominierenden Einfluß erlangen. Aber in allen Fällen wird dies nur ein vorübergehender Einfluß sein. Dieses „vorübergehend" kann natürlich auch einmal unter besonders günstigen Umständen mehrere Monate dauern, doch je länger die Kursbildung unberechtigt einem solchen mitbestimmenden Faktor allein gefolgt ist, desto schärfer wird die Reaktion sein, denn die „Berechtigung" einer Kursbewegung sowie die „Richtigkeit" und „Angemessenheit" der Kurshöhe wird ganz allein nur von den grundlegenden Faktoren und da besonders wieder von den ökonomischen Hauptfaktoren bestimmt. Nur die grundlegenden Faktoren können uns diesen „objektiven" Maßstab für die Berechtigung der Kurshöhe sowie der Grundrichtung der Kursbewegungen abgeben, soweit man überhaupt von objektiven Maßstäben bei der Preisbildung am Aktienmarkt sprechen kann.

1. Abschnitt:
Die markttechnischen Faktoren.

I. Die Einflüsse der Marktorganisation und der Marktgröße.

Die Aufgabe der Börse besteht darin, die aus dem gesamten In- und Ausland herbeigeströmten Aufträge zu einem möglichst raschen und auch möglichst vollständigen Ausgleich zu bringen. Um dieses Ziel möglichst sicher zu erreichen, hat man überall bestimmte Organisationsformen geschaffen. Zunächst ist hier die örtliche Marktbildung zu erwähnen, d. h. daß bestimmte Papiere nur an ganz bestimmten Plätzen innerhalb des Börsenraums gehandelt werden. Je bekannter ein solcher örtlicher Markt ist, wie z. B. der Kaffernmarkt in London (für südafrikanische Werte, z. B. Goldminenaktien usw.) oder der Exotenmarkt in Wien, desto sicherer darf man damit rechnen, daß man Interessenten, d. h. Abschlußwillige finden wird. Wie oft kommt es vor, daß ein Auftrag in einem weniger bekannten Papier erst zu einem späteren Zeitpunkt und zu einem ungünstigeren Kurse ausgeführt wird, nur weil der Marktort dieses Papiers von dem Gehilfen des Börsenvertreters nicht rasch genug „entdeckt" werden konnte. Vielfach ist mit der örtlichen Marktbildung nämlich auch noch eine zeitliche Marktbildung kombiniert. Bei der Kürze der Zeit und der Fülle der Aufträge, besonders in der Hochkonjunktur, ist es dem einzelnen Börsenvertreter nicht immer möglich, rechtzeitig genug an den verschiedenen Stellen der einzelnen Märkte zu erscheinen. Die Folge ist nun, daß entweder ein Teil der Aufträge verschleppt wird oder er sie einem freien Makler geben muß, was natürlich die Preise verteuert. Dann wäre hier auch noch die persönliche Marktbildung zu erwähnen, d. h., daß sich gewisse Makler und auch Börsenvertreter auf einige wenige Papiere spezialisiert haben. Diese Händler haben im Laufe der Zeit eine große Routine in der Beurteilung der Preisbildung dieser Papiere erhalten. Einige von ihnen besitzen den Ruf, daß sie jedem von ihnen „betreuten" Papier eine gute Marktlage schaffen. Dies kann insofern stimmen, als ihre Tips als erstklassig gelten und nicht nur ihr großer Bekannten- und Kundenkreis, sondern

auch wesentliche Teile der sonstigen Börsianer ihren Tips Folge leisten. Aber auch die Größe des Marktes ist für die Preisbildung von Bedeutung. Es ist leicht einzusehen, daß ein zu „enger Markt", d. h. ein fast umsatzloser Markt, zu größeren Preisschwankungen führen muß als ein genügend großer, d. h. ein umsatzreicher Markt. Auf einem zu „engen" Markt genügen schon einige größere Kaufaufträge, um eine aus Materialknappheit resultierende Aufwärtsbewegung hervorzurufen. Ebenso genügt manches Mal schon ein einziger größerer Verkaufauftrag, um einen ganz unverhältnismäßig starken Kursrückgang herbeizuführen. Wenn auch in der Regel die hier genannten Faktoren nur zu äußerst geringen Preisveränderungen Anlaß geben, so können sich doch unter Umständen schon recht erhebliche Kursveränderungen aus dem Zusammentreffen mehrerer dieser Faktoren ergeben.

II. Die Bedeutung der Parallelmärkte.

Einen schon etwas größeren Einfluß müssen wir den Parallelmärkten der Börse einräumen. Denn um Parallelmärkte handelt es sich tatsächlich bei den Börsenbüros der deutschen Großbanken. Wenn wir uns einmal vergegenwärtigen, daß die deutschen Großbanken mit ihren riesigen Filialnetzen (dazu treten dann noch die Kommanditen, Tochtergesellschaften, Auslandsniederlassungen usf.) und ihrer ausgedehnten Kundschaft schon allein durch den außerordentlich großen Umfang von Börsenaufträgen, die sie in sich ausgleichen können — bereits einen Markt für sich bilden. Dazu kommt dann noch, daß die einzelnen Börsenbüros der verschiedenen Großbanken untereinander im „Telefonverkehr" und im Handel „von Büro zu Büro" immer noch weitere Kundenaufträge der Börse entziehen und untereinander zum Ausgleich bringen. Aber auch damit noch nicht genug, werden die Börsenvertreter, ehe sie den Auftrag an den amtlichen Kursmakler geben, vorher noch versuchen, ob sie nicht im vorbörslichen Verkehr mit Hilfe eines freien Maklers (wegen der Gebührenersparnis) zum Ziele gelangen. Erst wenn auch dieser Weg unbeschreitbar ist, geben sie den Auftrag dem amtlichen Kursmakler ab. So kommen sozusagen nur noch die unausgleichbaren Spitzen der Bankenkundschaft an die Börse selbst. Mit vollem Recht hat man daher die deutschen Großbanken als Nebenbörsen bezeichnet, die die volle Konzentration von Angebot und Nachfrage an der Börse geradezu verhindern. Denn wie soll sich der amtliche Kursmakler ein wahres Bild über die tatsächliche Marktlage machen können, wenn beispielsweise von einem Auftrage von RM 45 000.— nur noch 1 000.— zu ihm an die Börse gelangen. Von einer zweiten Großbank gelangt dann ein ebensolcher Spitzenauftrag zu ihm hin. Nun muß der amtliche Kursmakler, nur auf dieses winzige Material gestützt, den Kurs festsetzen, ohne jedoch einen wirklichen Einblick in die wahre Marktlage zu haben. Die Gefahr ist doch eine sehr große — besonders da sich ja die Börsenvertreter untereinander sehr gut kennen — daß der Kurs von den Banken „gemacht", d. h. diktiert wird. Diese Zersplitterung der deutschen Marktverhältnisse kann man nicht gerade als einen Idealzustand der Preisbildung ansehen.

III. Der Einfluß der Börsenzusammenhänge.

1. Die Einflüsse der Auslandsbörsen.

Sämtliche bedeutenden Effektenbörsen der Welt sind miteinander verflochten und üben aufeinander einen wechselseitigen Einfluß aus, und zwar in zweifacher Weise. Erstens einmal dadurch, daß eine Anzahl von führenden Werten sowohl an den Börsen des Inlandes als auch an allen bedeutenderen Plätzen des Auslandes gleichzeitig zur Notiz gelangen. Dies gilt besonders für die „leading shares", die führenden Werte eines jeden Landes. Die internationale Arbitrage sorgt aber dafür, daß sich die Kurse dieser Papiere an den einzelnen Börsen nicht allzuweit voneinander entfernen können. In der Regel — natürlich nur unter der Voraussetzung einer nicht gehemmten Devisenwirtschaft — können sich die Kurse der einzelnen Börsen nicht weiter voneinander entfernen, als die Spesen für die Arbitrage betragen. Zweitens aber besteht neben dieser sachlichen und objektmäßigen Verknüpfung auch noch eine persönliche. Diese persönliche Verknüpfung besteht darin, daß die Verwalter von großen Vermögen nach dem Prinzip der Risikoverteilung (dem wichtigsten Grundsatz der modernen Vermögensanlage) nicht mehr ihre Mittel nur auf eine Anlageart oder auf ein einziges Land (z. B. wegen der Gefahr der Währungsentwertung, des politischen Umsturzes, der drohenden Enteignung usf.) beschränken. Unter diesen Umständen muß sich denn auch — unter der Voraussetzung von freien Devisenmärkten — eine gewisse Parallelität, besonders über längere Zeiträume hinweg, in der Entwicklung der Kursbewegungen der ver-

schiedenen Börsen nachweisen lassen. In der Tat können wir dies auch fast überall feststellen. Zwar folgen die Kurse der einzelnen Börsen zunächst einmal der Industriekonjunktur ihres eigenen Landes und werden deshalb z. B. eine der binnenländischen Konjunktur zuwider laufende Kursbewegung des Auslandes eben in diesem Falle nur sehr abgeschwächt mitmachen. Natürlich können sie sich — besonders auf die Dauer gesehen und bei freier Devisenwirtschaft — diesen internationalen Einflüssen nie ganz entziehen. Denn diese Einflüsse werden dadurch übertragen und noch gestützt, daß eben doch ein ganz ansehnlicher Teil der wichtigsten Rohstoffe, wie z. B. Petroleum, Gummi, Kupfer, Zinn, Baumwolle usf. in ihrer Preisbildung von der allgemeinen Weltwirtschaftskonjunktur abhängig sind. Steigen nun z. B. die Preise eines dieser Rohstoffe, so trifft dies die verarbeitende Industrie in jedem Lande im gleichen Umfang. Hinzu kommt noch ein weiterer Faktor, nämlich die internationalen Konzernverflechtungen. So wird also auch von der Seite der Geschäftsergebnisse her eine weitere Einflußmöglichkeit geschaffen, so z. B. daß die vielleicht noch günstigen Ergebnisse der inländischen Betriebe durch die Verlustabschlüsse der ausländischen Konzernbetriebe (Tochtergesellschaften usw.) abgeschwächt werden und auf diese Weise die schlechtere Auslandskonjunktur auf die bessere inländische von Einfluß ist. Ebenso kann es sich aber auch umgekehrt verhalten. Aber auch die ausländische Spekulation war, besonders in der Zeit als es noch nicht überall Devisenvorschriften gab und noch größere Kapitalwanderungen von Land zu Land möglich waren, ein Faktor von erheblichem Einfluß. Wir brauchen hier nur an die Käufe der internationalen Spekulation in Deutschland in den Jahren 1926 und 27 zu denken, die die damalige Hausse erst diesen Umfang annehmen ließen, oder an die rücksichtslosen Kapitalabzüge der ausländischen Geldgeber und Spekulanten in den Jahren 1930 und besonders 1931 in Deutschland, die mitverantwortlich gemacht werden müssen für die riesigen Kursverluste jener Jahre. Auch die Effektenhausse des Jahres 1929 in den Vereinigten Staaten von Amerika wurde ganz erheblich von der europäischen Spekulation gespeist. Damals konnte man die Feststellung machen, daß die Spekulation nicht der größten Rendite, — denn diese war unzweifelhaft bei den europäischen Werten weitaus höher (New York wies die absolut niedrigste Rendite aller Börsen zu jener Zeit auf) — sondern der größten Kurschance folgt. Diese aber war ganz zweifellos in der Wallstreet.

Auch noch ein Beispiel für die personelle Verknüpfung wollen wir bringen. Wir erinnern hier an die Folgen des Kreuger-Krachs im März 1932. Es gab keine bedeutendere Börse, an der nicht zum mindesten einige Werte — direkt oder auch indirekt — davon in Mitleidenschaft gezogen wurden.

Zusammenfassend können wir feststellen, daß heute — und dies ist nun auch einmal eine erfreuliche Auswirkung der Devisenzwangsbewirtschaftung — solche (fast möchte man sagen vagabundierenden) internationalen, meist spekulativen Kapitalwanderungen mit all ihren schädlichen Auswirkungen auf die Preisbildung an den Effektenbörsen und besonders den Aktienmärkten weitgehend unterbunden sind und somit von dieser Seite her einer der am schwersten berechenbaren Störungsfaktoren der Aktienpreisbildung beseitigt ist.

2. Die Einflüsse der Inlandsbörsen.

Es darf ohne weiteres erwartet werden, daß der Zusammenhang zwischen den inländischen Börsen ein noch viel stärkerer sein wird, als er es schon zwischen den Inlands- und Auslandsbörsen ist. Wir wollen bei unseren folgenden Ausführungen uns auf die Betrachtung der deutschen Börsenverhältnisse beschränken. Die Marktzersplitterung war in Deutschland bis zu dem Zeitpunkt des Erlasses des Gesetzes zur Neuordnung der deutschen Börsen vom 4. Dezember 1934 geradezu grotesk. Nicht weniger als 21 Börsen — ein Rest der deutschen Kleinstaaterei — stritten sich bis zu diesem Zeitpunkt um die Ausführung der Aufträge. Wie bedeutungslos die meisten dieser Duodezbörsen für die Aktienpreisbildung waren, geht daraus hervor, daß man niemals an einer solchen Börse auch nur Kurse zu hören bekam, ehe nicht zum mindesten die Tendenz der Berliner Börse bekannt war. Meist wurden aber auch noch die ersten Berliner Kurse abgewartet, ehe sich auch nur das geringste Geschäft entwickeln konnte. Diese Ueberversorgung mit Börsen hat nun das oben genannte Gesetz durch eine Zusammenlegung der 21 auf 9 Börsen größtenteils beseitigt. Wenn auch noch 9 Börsen für die deutschen Verhältnisse immer reichlich genug sind, so hat sich die Reichsregierung für diese Zahl weniger wegen der Notwendigkeit einer besseren technischen Preisbildung als vielmehr wegen der Wahrung einer gewissen historisch-landschaftlichen Tradition dazu entschlossen. Von diesen neun Börsen ist nun die Berliner Börse als die Zentralbörse mit großem Vorsprung die bedeutendste deutsche Börse überhaupt. Von den acht Heimatbörsen kommt eigentlich nur noch

der Frankfurter Börse (in gewisser Hinsicht vielleicht auch noch der Hamburger Börse) eine eigene Bedeutung und damit auch Selbständigkeit zu. Bei allen übrigen Heimatbörsen ist die Tendenz der Preisbildung weitgehend von der Berliner Börse abhängig. Nur die Frankfurter Abendbörse hat noch einen ähnlichen Einfluß aufzuweisen. Im übrigen sorgt aber eine rege Arbitrage dafür, daß sich an den einzelnen Börsen keine größeren Kursdifferenzen als eben noch gerade die Spesen der Arbitrage betragen, herausbilden können. Sehr bemerkenswert ist aber noch die Feststellung, daß die Ueberführung der Werte der 11 (bezw. 12) heute geschlossenen Börsen an ihre neue Notierungsstelle sich ganz allgemein sehr vorteilhaft für die Kursentwicklung dieser Werte erwiesen hat. So weist eine Meldung („Acht Tage Heimatbörse") des Berliner Tageblatts vom 9. Januar 1935 ausdrücklich auf die Kurssteigerung sämtlicher Mannheimer Werte seit der Ueberführung an die Frankfurter Börse hin. Diese Kurssteigerung wird auf den größeren Frankfurter Markt, also eine Marktverbreiterung, und zweitens auf die bessere Marktbeobachtung zurückgeführt.. Es notierten z. B. lt. Berliner Tageblatt:

Kurs vom:	2. 1. 35 (vor d. Ü.)	8. 1. 35 (nach d. Ü.)	Kurssteigerung
Durlacher Hof	60 %	80 %	+ 20 %
Großkraftwerk Mannheim VA.	123 %	144 %	+ 21 %

Auch die übrigen Mannheimer Werte hatten alle Kurssteigerungen (trotz allgemein etwas rückläufiger Tendenz), wenn auch in einem geringeren Ausmaße aufzuweisen.

2. Abschnitt:
Die kurstechnischen Faktoren.

Es lassen sich nicht nur von der Seite der Marktorganisation her solche mitbestimmenden Einflüsse auf die Preisbildung an den Aktienmärkten feststellen, sondern wir können solche Einwirkungen auch noch von der Seite der Technik und der Art der Kursfeststellung, der Wahl der Form der Kursveröffentlichung sowie der Form der Auftragserteilung festellen.[1])

I. Der Einfluß der Kursfeststellungsarten.

Sowohl bei der Feststellung von Einzelkursen sowie auch der aus ihnen berechneten mathematischen Mittelkurse, sei es nun mit oder ohne Umsatzberücksichtigung, bestehen keine wesentlichen Verfälschungs- und damit also auch Einflußmöglichkeiten. Doch umso eher läßt sich dies von den an den deutschen Börsen, am Kassamarkt zur Notierung verwandten Einheitskursen sagen. Der Einheitskurs ist ein Mittelkurs ganz besonderer Art. Er wird aus der Gesamtheit aller Kaufs- und Verkaufsaufträge des betreffenden Tages nach folgenden Grundsätzen gebildet:

1. Als Einheitskurs ist derjenige Kurs festzusetzen, bei dem sich der größtmöglichste Umsatz erzielen läßt.
2. Jeder Kaufauftrag, der über diesem Kurse liegt, muß ganz ausgeführt werden. Alle zum Einheitskurs selbst limitierten Aufträge wenigstens zum Teil.
3. Jeder Verkaufsauftrag, der unter diesem Kurs liegt, muß ebenfalls ganz ausgeführt werden und die zum Einheitskurs selbst limitierten wenigstens zum Teil wieder.
4. Alle Bestensaufträge (Kauf- und Verkaufsaufträge) müssen, soweit dies überhaupt nur möglich ist, ganz ausgeführt werden.
5. Alle limitierten Aufträge dürfen erst nach der Ausführung der Bestensaufträge berücksichtigt werden.

Bilden wir zum besseren Verständnis wieder ein Beispiel:

Kaufaufträge:	Verkaufsaufträge:
RM 10 000.— zu 100 %	RM 20 000.— bestens
„ 6 000.— „ 98 %	
„ 3 000.— „ 95 %	
„ 1 000.— „ 89 %	

1) Vgl. hierzu auch F. Schmidt: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1921, Seite 60 ff.

Der Einheitskurs müßte in diesem Falle 89 % betragen. Wir wollen hierbei ganz davon absehen, daß dieser Einheitskurs von 89 % ganz wesentlich unter dem gewogenen und sogar auch dem ungewogenen Durchschnittskurs aller einzelnen Kaufaufträge liegt. Wir wollen an diesem Beispiel, das man natürlich beliebig verändern kann, nur zeigen, daß unter Umständen ein einziger kleiner Posten den Preis ganz unverhältnismäßig stark zu beeinflussen vermag. Nun kann eine solche Konstellation am Markte ganz zufällig auftreten. Ebensowohl kann sie aber auch durch Interessenten herbeigeführt, d. h. erst künstlich zum Zwecke der Kursbeeinflussung geschaffen werden. Eine solche Kursschwankung, die durch einen solchen geringfügigen Betrag erzwungen wird, befindet sich durchaus im Widerspruch zu der tatsächlichen Marktlage dieses Papiers und ist auch ökonomisch durch nichts gerechtfertigt. Wir müssen aber hier noch auf eine zweite Fehlerquelle oder vielleicht besser gesagt Beeinflussungsmöglichkeit bei der Feststellung des Einheitskurses hinweisen. Liegen z. B. folgende Aufträge vor: Ein Kaufauftrag für RM 20 000.— zu 115 % und ein Verkaufsauftrag zu RM 20 000.— zu 100 %, so kann der Kursmakler den Einheitskurs beliebig, ganz nach seinem eigenen Ermessen, zwischen 100 % und 115 % festsetzen. Vernünftigerweise wird er ihn in der Nähe des vorausgegangenen letzten Kurses ansetzen, wenn nicht ganz bestimmte Umstände eine andere Festsetzung notwendig erscheinen lassen. Wichtig ist jedoch für uns die Feststellung der Tatsache, daß die Kursfestsetzung in diesem Falle sehr weitgehend in das Ermessen des Kursmaklers gestellt ist. Freilich ist sich die Börse dieser Gefahr ebenfalls bewußt geworden und hat zu diesem Zwecke ein weiteres technisches Hilfsmittel geschaffen, um allzu große Kursschwankungen zu unterbinden. Der Kursmakler ist nämlich verpflichtet, wenn die Kursschwankung mehr als 1 % beträgt (dieser Oszillationssatz ändert sich natürlich mit der Kurshöhe, denn bei einem Kurs von z. B. 23 % ist eine Aenderung des Kurses um 1 % schon eine bedeutende Schwankung, bei einem Kurs von über 200, oder gar 300 % dagegen nicht), so muß er den Namen dieses Papiers auf eine Tafel mit dem Vermerk + + + (sprich: plus plus) bzw. — — — (sprich: minus minus) aufschreiben, um so die Aufmerksamkeit des Marktes auf die bevorstehende Kursveränderung hinzuweisen und neue Interessenten auf den Plan zu rufen, die schon aus Gründen des privatwirtschaftlichen Gewinnstrebens mit ihren Aufträgen einschreiten und so den Kurs zum Sinken bzw. zum Steigen bringen werden. Auf diese Weise versucht man, einer allzu großen Willkür des Kursmaklers zu steuern.

II. Der Einfluß der Kursveröffentlichungsformen.

So wenig dieser Faktor auch beachtet wird, so besitzt er trotzdem einen viel größeren Einfluß, als man gemeinhin glaubt annehmen zu dürfen. Wenn jemand einen marktgerechten Auftrag erteilen soll, so muß er nicht nur rechtzeitig genug, sondern vor allem auch eingehend genug in die wahre Marktlage Einblick erhalten können, wenn er auch nur mit einiger Aussicht auf Erfolg an der Börse operieren will. Nun sind eigentlich diese Bedingungen alle zusammen nur an der Neuyorker Börse erfüllt. Dort wird innerhalb von nur wenigen Minuten durch den Fernschreiber (Ticker genannt) jeder einzelne Abschluß mit dem Kurs und dem ihm zugrunde liegenden Umsatz sofort angezeigt. Damit ist das gesamte Land — soweit wenigstens, wie der Ticker reicht — praktisch zur Börse geworden. Es ist für jeden Börseninteressenten möglich, sich selbst ein Bild von den Vorgängen an der Börse zu machen. Wie steht es nun aber damit an den anderen Börsen? Auch in London veröffentlicht man alle Einzelabschlußkurse, aber ohne Angabe der ihnen zugrunde liegenden Umsätze. So sieht nun ein Kurs, dem ein Umsatz von 1000 sh. zugrunde liegt, genau so wie ein Kurs, dem ein Umsatz von 1 Million sh. zugrunde liegt. In Deutschland jedoch geht man noch viel weniger weit. Hier veröffentlicht man für den variablen Markt (früher auch noch für den Terminmarkt) nur noch eine Auswahl von Schwankungskursen. Unter Schwankungskursen versteht man die Auswahl derjenigen Einzelkurse, die eine Tendenzänderung, eine Schwenkung (Schwankung) der Kursrichtung anzeigen. Bilden wir wieder ein Beispiel:

Einzelkurse: 164, 166, 164, 162, 160, 159, 157, 161,
159, 165, 169, 172, 165, 167.

Dazu die
Schwankungskurse: 164, 166, 157, 161, 159, 172, 165, 167.

Ja, manches Mal begnügt man sich selbst mit der Angabe des Anfangs- und des Schlußkurses. In unserem Beispiel: 164 und 167. Schon aus diesem Beispiel ersehen wir, daß diese

beiden Kurse natürlich keineswegs auch nur annähernd ein Bild von der wahren Kursbewegung geben können. Der Börseninteressant tappt dabei völlig im Dunkeln und ist seinem Börsenkommissionär vollständig ausgeliefert. Hat es sich dabei z. B. um einen Verkaufauftrag gehandelt, so wird ihm von der Bank nur einer der beiden Kurse in Rechnung gestellt. Nehmen wir den günstigsten an, also 167 %. In Wirklichkeit kann natürlich der Verkauf zu einem Kurse von 172 % ausgeführt worden sein; die Gefahr des Kursschnitts ist hier jedenfalls unverhältnismäßig groß. Auch wenn statt dem Anfangs- und Schlußkurs der Höchst- und Niedrigstkurs genannt wird (in unserem Beispiel 157 % und 172 %), ändert sich nicht allzuviel. Etwas günstiger ist dagegen schon eine Kombination von beiden Formen, und zwar am zweckmäßigsten in der Reihenfolge: Anfangs-, Höchst- und Tiefstkurs (bzw. Tiefst- und Höchstkurs je nach ihrem zeitlichen Eintritt) und Schlußkurs. In unserem Beispiel also 164 %, 157 %, 172 %, 167 %. Aber auch dies ist nur ein Behelf, denn auch die Veröffentlichung von vier Kursen gewährt noch keinen richtigen Einblick in die jeweilige tatsächliche Marktlage. Außerdem hinkt der Kurszettel immer um volle 24 Stunden hinter jedem Börsentage hinterher, da er ja erst nach Beendigung der Börse fertiggestellt wird und die auf ihm fußenden Aufträge erst frühestens am nächsten Börsentage ausgeführt werden können. Eben dieses Zuspätkommen der Publikumsaufträge ist auch der Grund für den an den deutschen Börsen vielfach zu beobachtenden Wochenrhythmus. So kann z. B. ein Anziehen der Kurse während des Verlaufs der Börse nur von den an der Börse selbst Anwesenden sofort ausgenutzt werden, während die übrigen Börseninteressenten erst aus den Kurszetteln bzw. den Zeitungskursmeldungen erfahren, daß „an der Börse etwas los war". Ihre Kaufaufträge häufen sich nun am nächsten Börsentage und bewirken ein weiteres Ansteigen der Kurse. Am dritten Tage treffen schließlich auch die Kauforders aus der Provinz ein und geben zu Beginn dieser Börse den Kursen einen weiteren starken Auftrieb nach oben, so daß nun die Berufsspekulation zur Gewinnrealisation schreitet, was zunächst die weitere Aufwärtsbewegung abstoppt und schließlich zu einer Kursschwäche führt. Nun legt sich die Berufsspekulation nach der anderen Seite. Der gleiche Vorgang wiederholt sich, nur mit dem Unterschied, daß sich jetzt die Richtung der Kursbewegung nach unten hin geändert hat. Dieser folgt wieder eine leichte Aufwärtsbewegung usf. Freilich handelt es sich hierbei nur um äußerst geringe Schwankungen, die in die allgemeineren Konjunkturbewegungen eingebettet sind und die auch im übrigen die allgemeine Tendenz nach oben oder unten durchaus mitmachen. Dieser Wochenrhythmus verdankt also sein Entstehen ganz allein der zu späten Kursveröffentlichung. Da aber diese Kursveröffentlichung außerdem, wie wir schon oben ausführten, eine höchst unvollständige ist, so ist die Gefahr eines Kursschnitts eine sehr große. Alle diese kurstechnischen Momente zusammen sorgen aber dafür, daß wir immer noch recht weit von einer idealen Preisbildung am Aktienmarkt entfernt sind.

III. Der Einfluß der Formen der Auftragserteilung.

So unwahrscheinlich es auch klingen mag, so ist doch selbst die Form, in der ein Auftrag an die Börse gelegt wird, durchaus von Bedeutung für die Preisbildung. Es ist nämlich ganz und gar nicht gleichgültig, in welcher Form eine umfangreiche Verkaufsorder z. B. erteilt wird. Gelangt dieser Auftrag en bloc auf den Markt, so ist ein Kurssturz, selbst bei ansteigender Tendenz, ganz unvermeidbar. Hat der Markt aber noch gar eine rückläufige Tendenz, so kann eine solche en-bloc-Order sogar eine Kurspanik auslösen. Der erfahrene Aktienbesitzer weiß dies auch und wird deshalb einen solchen Auftrag in zahlreiche kleinere Orders aufteilen. Ja, er wird vielfach diese Einzelorders nun auch noch durch verschiedene Makler oder Kommissionäre zur Ausführung bringen lassen, um so zu verhüten, daß der ganze Umfang des Auftrages von einer Stelle erkannt werden kann und diese durch Eigengeschäfte (in unserem Beispiel wären es Leerverkäufe, da die Wahrscheinlichkeit, daß der Kurs dieses Papiers infolge des umfangreichen Verkaufauftrages zurückgeht, eine sehr große ist) die Marktlage ausnützen könnte.

Aber auch ganz allgemein betrachtet kommt der Form der Auftragserteilung schon so eine gewisse Bedeutung zu. So ist es von erheblichem Einfluß, ob man bei einem Auftrage am Kassamarkt zum Einheitskurs einen limitierten Auftrag oder einen Bestens-Auftrag erteilt. Nur der limitierte Auftrag ist nämlich von Einfluß auf die Preisbildung, während derjenige Börseninteressent, der einen Bestens-Auftrag erteilt, sich jeden Einflusses auf das Zustandekommen der Aktienpreise begibt. (Man vgl. hierzu besonders die Ausführungen über den Einheitskurs auf S. 81.)

3. Abschnitt.
Die personellen Faktoren.

Da wir unseren Untersuchungen die subjektive Preistheorie zugrunde legten, so haben wir im Verlauf unserer Darstellungen schon öfters auf die Einflüsse hinzuweisen gehabt, die von der Seite der an der Börse interessierten Personenkreise ausgingen. Hier soll nun untersucht werden, inwieweit die Interessen der einzelnen Personengruppen untereinander gleichgerichtet sind, und vor allem, inwieweit sie dabei von Einfluß auf die Preisbildung am Aktienmarkt sind. Am zweckmäßigsten erwies sich hierbei eine Dreiteilung des gesamten Personenkreises, und zwar nach der Art ihres überwiegenden Interesses an der Preisbildung. Keine dieser Einzelgruppen stellt eine einheitlich in sich geschlossene homogene Masse dar. Auch die Zugehörigkeit zur einzelnen Gruppe kann sich bei dem gleichen Personenkreis von Fall zu Fall ändern. So sind z. B. die Interessen der Banken als Emittenten ganz anderer Art als in dem Fall der Eigenspekulation. Nach dem überwiegenden Interesse unterscheiden wir also auf der einen Seite die Banken und Emissionshäuser, die für die Unterkunft der Neuemissionen Sorge tragen müssen und die deshalb ein Interesse an einem gut funktionierenden und wohl geordneten Markte haben. Ihnen gegenüber stehen dann die anlagesuchenden Kapitalbesitzer als die Abnehmer dieser Papiere. Eine Mittelstellung nimmt schließlich die Spekulation ein, die an den Aktien kaum, um so mehr aber an den Kursschwankungen (Kursgewinnen (!) interessiert ist.

I. Der Einfluß der Banken.

Der Einflußbereich der Banken auf die Aktienpreisbildung ist recht vielfältiger Natur. Denn die Banken haben sowohl in ihrer Eigenschaft als Emittenten als auch als Effektenkommissionäre, ebenso aber auch als Kreditgeber, und schließlich nicht zuletzt als Berater ihrer Kunden einen ziemlich bedeutenden Einfluß auf die gesamte Aktienpreisbildung.

1. Die Banken als Emittenten.

Schon dadurch, daß fast die gesamten Aktienemissionen durch ihre Hände gehen, haben sie sich einen großen Einflußbereich auf die Aktienpreisbildung geschaffen. Da der Ruf einer Bank als Emissionshaus sehr darunter leiden würde, wenn die von ihr emittierten Aktien später notleidend würden, d. h. unter den Ausgabekurs sinken würden, oder wenn ihr eine Neuemission verunglücken würde, d. h. daß nicht alle Stücke im Publikum abgesetzt werden könnten, so wird sie bemüht sein, bei einer Neuemission für diese Papiere eine günstige Marktlage zu schaffen. Zunächst muß das Emissionshaus natürlich den Zeitpunkt der Emission günstig gewählt haben. Darüber hinaus muß die Emissionsbank aber auch noch alles tun, um den Markt gut vorzubereiten. Dazu gehört aber in erster Linie das Zurverfügungstellen von billigen Krediten, um eine etwa aufkommende Kaufunlust unterdrücken zu können. Ein weiteres Mittel, die Kauflust des Publikums anzuregen, ist, daß man im Markte ostentative Käufe in dem betreffenden Papier ausführen läßt. Wird nun durch einen guten Zeichnungserfolg die Nachfrage nach den neuen Aktien gesteigert, so haben es die Emissionsfirmen in der Hand, mit den bei der Zeichnung zurückgehaltenen Aktien den Kurs nach ihrem Belieben festzusetzen, um so mehr, als die meisten Auftraggeber fast nur Bestensorder erteilen und sich damit jeden Einflusses auf die Preisbildung begeben.

Aber auch nach der Neuemission bedürfen die neuen Aktien noch einer gewissen Kurspflege, denn oft genug werden die jungen Aktien auch von der Spekulation erworben. Denn gerade bei einer xfachen Überzeichnung haben diese „Konzertzeichner" in der Erwartung von Kursgewinnen genügend Stücke erworben, die sie jetzt mit großem Gewinn an das Publikum weiterverkaufen möchten. Dies kann nun einen stärkeren Kursrückgang auslösen, der aber dem Ansehen des Emissionshauses schaden würde. Die Bank wird also die auf den Markt kommenden Stücke aufnehmen und dadurch den Kurs stützen. So können wir, wenigstens für Deutschland und die meisten mitteleuropäischen Länder, die Feststellung machen, daß jede Bank eine Anzahl von Werten (nämlich diejenigen, die sie selbst emittiert hat) auch später noch „betreut", d. h. daß sie interveniert, wenn der Kurs in stärkerem Maße abzusinken droht.

Wie stark in diesen Ländern (in England kennt man nämlich eine solche Kurspflege nicht, da dort keine so enge Verbindung zwischen Banken und Industrie besteht wie bei uns) die „Börse" mit einer solchen Kurspflege rechnet, geht daraus hervor, daß es bei ihrem Fehlen zu beträchtlichen Kursstürzen kommt. So rief z. B. die Erklärung der Basler Handelsbank,

keine Kurspflege mehr treiben zu wollen, am 3. Mai 1935 einen überaus starken Kurssturz ihrer eigenen Aktien hervor. Am 12. Januar dieses Jahres notierten sie noch 300 %, am 3. Mai aber nur noch 57 %. Aber auch alle übrigen Schweizer Bankwerte wurden nach einer Meldung des „Berliner Tageblatts" vom 10. Mai 1935 davon in Mitleidenschaft gezogen. So notierten am 3. Mai 1935 in Prozenten (die Zahlen in Klammern geben den Kursstand vom 12. Januar des gleichen Jahres wieder):

Eidgenössische Bank	130 %	(305 %)
Schweizerische Bankgesellsch.	150 %	(301 %)
Schweizer Bankverein	295 %	(474 %)
Schweizerische Kreditanstalt	400 %	(605 %)

Solcher Beispiele gibt es noch mehrere.

2. Die Banken als Effektenkommissionäre.

Aber nicht nur bei der Neuausgabe von Aktien läßt sich der Einfluß der Banken nachweisen, sondern in noch viel stärkerem Maße können wir das für das Effektenkommissionsgeschäft der Banken feststellen. Sind doch die Großbanken geradezu Nebenbörsen geworden. Es geht aber entschieden zu weit, aus der Tatsache, daß die Großbanken heute umsatzmäßig einen erheblichen Teil der gesamten Börsenaufträge in sich kompensieren, auf eine „Verfälschung" der Kurstendenz zu schließen. Von einer Verfälschung könnte man doch nur dann sprechen, wenn man entweder an den Kaufaufträgen allein, oder nur an den Verkaufaufträgen etwa manipulieren würde. So werden aber doch b e i d e Seiten gleichmäßig reduziert. Freilich den Nachteil haben die Kompensationsgeschäfte der Banken, daß niemand mehr am Markte sich ein richtiges Bild von der wahren Marktlage machen kann, da ja nur die Spitzen an die Börse gelangen. Eine weitere Einflußmöglichkeit besteht bei der Preisfeststellung selbst, besonders beim Einheitskurs, doch darauf haben wir bereits auf S. 81 ff. genügend hingewiesen. Im großen ganzen betrachtet gehen jedoch gewöhnlich diese Kursdifferenzen nicht über diejenigen, die auch bei einem Kursschnitt entstehen können, hinaus, so lange wenigstens, als sich die Bank an ihre Vermittlerrolle hält. Anders ist dies natürlich zu beurteilen, wenn die Bank selbst umfangreiche eigene Spekulationsgeschäfte tätigt. In einem solchen Falle ist sie ja nicht mehr der neutrale Vermittler, sondern der Gegenspieler des Publikums, also ihrer eigenen Kunden, die sie ja außerdem selbst noch berät.

3. Die Banken als Kundenberater.

Mit der Kundenberatung haben sich die Banken, und hier wieder ganz besonders die Großbanken, ein Mittel geschaffen, das ihnen einen weit größeren Einflußbereich verschafft, als man gemeinhin annimmt. Diese Kundenberatung wird meist mündlich und persönlich durch eine Unterredung mit den Depositenkassenvorstehern oder den Börsenvertretern ausgeübt werden; oder aber schriftlich durch neuerdings regelmäßig erscheinende „Wirtschaftliche Mitteilungen", in denen die Börsenberichte an erster Stelle stehen und einen verhältnismäßig großen Raum beanspruchen. Natürlich finden solche Veröffentlichungen einen großen Widerhall, schon dank der Stellung, die unsere Großbanken heute im Wirtschaftsleben einnehmen. Die Warnungen, die sie hinsichtlich der Höhe des Kursniveaus aussprechen, die Prognosen, die sie der weiteren Entwicklung stellen, sowie Feststellungen, daß sie diese oder jene Aktie für unterbewertet halten u. ä. pflegen in der Regel nicht ungehört zu verhallen. Dazu treten dann noch die Rundschreiben (Zirkulare), in denen auf ein günstiges Bezugsrecht oder auf einen demnächst zur amtlichen Notierung zugelassenen Freiverkehrswert hingewiesen wird. Manches Mal gelingt es sogar, einen günstigen Artikel in die Tagespresse zu lancieren, von dem sich die Banken einiges für ihre eigene Geschäftstätigkeit versprechen. Obwohl dies letztere heute in Deutschland schon viel schwieriger ist, da sich unsere Handespresse kritisch durchaus auf der Höhe befindet. Wir sehen also, daß eine solche Kundenberatung, besonders, wenn sie von einer Zentrale ausgeht (wie dies ja bei den Großbanken tatsächlich der Fall ist), und psychologisch geschickt gehandhabt wird, ein zwar nur indirekt wirkender, aber ein keineswegs zu vernachlässigender Preisbestimmungsfaktor für den Aktienmarkt darstellt.

4. Die Banken als Kreditgeber.

Am nachhaltigsten ist jedoch der Einfluß der Banken auf die Aktienpreisbildung in ihrer Eigenschaft als Kreditgeber bei der Gewährung von Börsen- und Effektenkrediten in ihren verschiedenen Formen. Wir brauchen auf die Wirkungen von zu reichlich gewährten Börsenkrediten ebensowenig einzugehen, wie wir auf die Wirkung, die eine allgemeine Kreditrestriktion von seiten der Banken ausüben kann, wie z. B. diejenige des „Schwarzen Freitags" vom 13. Mai 1927, hier nicht näher eingehen, da wir dieselben schon weiter oben (s. S. 55 ff.) dargestellt haben. Besonders vergleiche man hierzu noch die kursmäßige Wirkung der Kreditrestriktion, die wir in unserer Tabelle XXII auf S. 55 zur Darstellung gebracht haben. Mit einer richtig (nach volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten) gehandhabten Börsenkreditpolitik können die Banken zu einem wesentlichen Teil mit dazu beitragen, daß etwaige Kurstreibereien nicht durch eine allzu leichte Gewährung von Börsengeldern gestützt werden, nur weil es privatwirtschaftlich von Vorteil ist, die allgemeine Kursübertreibung mitzumachen. Dann wird auch eine darauf folgende scharfe Kreditrestriktion nicht mehr diese verheerenden Folgen auf die Aktienkurse auslösen können. Hier können also unsere Banken vorbeugend wirken, indem sie zur rechten Zeit schon etwas vorsichtiger mit der Gewährung von Krediten für die Spekulation sind, wenn man sich nicht zu der Forderung der gänzlichen Einstellung von Krediten für Spekulationszwecke bekennen will.

II. Der Einfluß der Kapitalanleger.

Für die anlagesuchenden Börseninteressenten sind es vornehmlich zwei Überlegungen, die sie ihren Bewertungen zugrunde legen. Und zwar erstens das Moment der Sicherheit und zweitens das Moment der Höhe des Ertrags, das ihnen eine Kapitalanlage in Aktien gewährt. Sie werden die Preisbildung unter diesen Gesichtspunkten stets überwachen und dort, wo Zufälligkeiten niedere Kurse entstehen lassen (also im allgemeinen eine hohe Rentabilität besteht), ihre Aufträge hinlenken. Dabei vergleichen sie aber den ihnen durch eine solche Anlage zufallenden Ertrag mit allen den übrigen für sie ebenfalls in Frage kommenden Anlagemöglichkeiten, so z. B.: dem Erwerb von Staatsanleihen, von Industrieobligationen oder Pfandbriefen, oder auch den Erwerb von Hypotheken, dem Einkommen, das sie aus einer Betätigung im Handel oder der Industrie, dem Wechseldiskont- oder Lombardgeschäft erzielen könnten. Dem jeweils günstigsten werden sie sich zuwenden. Dabei müssen wir aber berücksichtigen, daß nicht nur die Realdividende von den Kapitalanlegern als Ertrag gewertet wird, sondern, daß es gerade die Hoffnung auf eine Kurssteigerung ist, die Aussicht, neben einer guten Rendite noch ein Sondereinkommen in Form von Kursgewinnen zu beziehen, die die Aktien zu einem so beliebten Anlagegegenstand gemacht haben. Man muß sich darüber im klaren sein, daß der Typ des sogenannten „Rentneraktionärs" äußerst selten ist, d. h. eines Kapitalanlegers, der ausschließlich eine möglichst hohe Rendite in der Form einer stets gleichmäßig fließenden Dividende sucht. Der überwiegende Teil der Aktieninteressenten kauft seine Papiere in der Hoffnung auf eine baldige Kurssteigerung. Er rechnet mit den Kursgewinnen, wie er auch auf eine möglichst hohe Dividende hofft. Er ist also in einem gewissen Sinne ebenfalls „Spekulant". Je mehr er sich dessen bewußt wird, desto besser ist dies für ihn. Denn die Erfahrung lehrt, daß es selbst in „normalen Zeiten" nur eine äußerst geringe Zahl von Aktienwerten gibt, deren Kursschwankungen (infolge einer stabil gehaltenen Dividende) gering genug sind, daß sie sich zu einer solchen rentenmäßigen Anlage eignen. Bei allen anderen Aktienwerten jedoch sind die Kursschwankungen (wie es auch unsere zahlreichen Tabellen beweisen) so groß, daß eine Anlage in diesen Werten immer einen spekulativen Charakter hat. Im übrigen vergleiche man hierzu unsere Ausführungen auf Seite 30 ff., wo wir uns mit diesem Problem bereits eingehend auseinandergesetzt haben.

III. Der Einfluß der Spekulation.

Es gibt eine ungeheure Fülle von Definitionen des Begriffs „Spekulation". Wenn man den meisten dieser Definitionen folgen wollte, so wäre eigentlich jeder Aktienerwerber auch schon ein „Spekulant", da er ja natürlich sich einen Gewinn von seinem Aktienkauf verspricht. Zum mindesten darf der Kursverlust bis zum Zeitpunkt der Dividendenzahlung nicht größer sein als die gezahlte Dividende, wenn er nicht einen Verlust erleiden soll. Da aber sowohl die zu zahlende Dividende als auch der Verkaufskurs in der Zukunft liegen und Veränderungen ausgesetzt sind, so „spekuliert" eben (nach den meisten dieser Definitionen) dieser Aktienerwerber. Daß solche Definitionen nur den wahren Sachverhalt verschleiern statt ihn zu er-

klären, ist leicht einzusehen. Eben diese zu weite Fassung des Begriffs „Spekulation" ist auch an den meisten Mißverständnissen schuld. Man wird das Gefühl nicht los, daß die meisten Leute vor lauter Bäumen den Wald nicht mehr sehen. In der Erkenntnis, daß Spekulation und „Spekulation" zwei verschiedene Dinge sein können, hat man eine „berechtigte" von der „unberechtigten" Spekulation unterschieden. Weiter hat man die berufsmäßige der nicht berufsmäßigen gegenübergestellt. Jede dieser beiden Unterscheidungen hat nun ohne Zweifel etwas für sich, aber sie werden dem Wesen der Spekulation, besonders in ihrem Einfluß auf die Preisbildung, nicht voll gerecht. Wir wollen daher hier das Börsenspiel von der Börsenspekulation unterscheiden. Börsenspieler sind also diejenigen, die genau wie beim Roulettespiel oder bei der Lotterie auf eine Chance (hier eine Kurschance) „setzen". Der nicht berufsmäßige Gelegenheitsspekulant ist also meistens ein Börsenspieler. Jeder Börseninteressent, der einem Tip folgt (ohne die Zusammenhänge zu verstehen) ist ebenso ein Börsenspieler. Aber auch aus dem berufsmäßigen Spekulanten kann ein Börsenspieler werden, wenn er nämlich, obwohl er weiß, daß die Kurse übersteigert und an ihrem „inneren Wert" gemessen überhöht sind, trotzdem der allgemeinen Richtung folgt, nur weil es von privatwirtschaftlichem Vorteil für ihn ist. Denn nun „setzt" er auch auf ein Imponderabilium, nämlich darauf, wann der Spielwut des Publikums infolge Mangels an Mitteln oder noch viel weniger gut übersehbaren Gründen der Atem ausgeht. Ebenso steht es auch mit dem Kriterium der „berechtigten" Spekulation, denn „berechtigt" nennt man eine Spekulation, die sich auf sachgemäße ökonomische Überlegungen stützt. Es kann nun aber „sachlich" und auch ökonomisch durchaus berechtigt sein, dem allgemeinen Zug nach oben, auch wenn er eine Übertreibung darstellt, wenn er nur allgemein mitgemacht wird, zu folgen. Denn auch in diesem Falle ist ja das ökonomische Kriterium die tatsächliche Marktlage. Alle diese Unterscheidungen von berechtigt und nicht berechtigt beziehen sich ja ausschließlich auf die ökonomische Marktlage, die nach der liberalen Wirtschaftsauffassung ja durch das „Gesetz von Angebot und Nachfrage" sich selbst steuert. So nahm man denn die auf solche Kursübersteigerungen zwangsläufig folgenden Kurszusammenbrüche als ein beinahe naturhaftes Ereignis hin. Man stritt sich zwar über den Anteil der Schuld, den man den einzelnen Mitwirkenden, z. B. den Banken, der Spekulation usw. aufbürden könnte, glaubte aber nach wie vor an diese „Selbststeuerung der Wirtschaft" und fand sich schließlich immer wieder damit ab, daß von Zeit zu Zeit solche Kurskatastrophen auch einmal eintreten müßten. Zur Verteidigung der Spekulation, die dann stets nach einem solchen Kurssturz sehr heftig angegriffen wurde, versuchte man, folgende Vorteile der Spekulation für die Preisbildung nachzuweisen; sozusagen als Beleg für ihre Berechtigung wies man ihre volkswirtschaftliche Nützlichkeit nach. Diese Vorzüge der Spekulation seien:[2])

1. Erst die latente Abschlußbereitschaft der Spekulation schaffe die notwendige Marktgröße. Diese Marktverbreiterung bringe also dem einzelnen Käufer und Verkäufer den Vorteil von günstigeren Kursen.
2. Die Spekulation verhüte durch ihre Gegengeschäfte (da sie ja grundsätzlich verkauft, wenn das Publikum kauft, und umgekehrt kauft, wenn das Publikum verkauft) größere Preisschwankungen.
3. Die Spekulation gewähre den Vorteil von erleichterten Emissionen.
4. Die Spekulation schaffe die Möglichkeit einer verstärkten Arbitrage und wirke also auch interurban preisausgleichend .

Sehen wir uns nun diese Vorteile etwas kritisch an.

Zu Punkt 1 haben wir folgendes zu bemerken: Es stimmt zwar, daß die latente Abschlußbereitschaft der Spekulation einer Marktverbreiterung gleichkommt und somit durch die Überbrückung der Zeitdifferenz von dem einen zum anderen Abschluß die Auftraggeber günstigere Kurse erzielen. Aber dem Vorteil, um 1/8 % oder auch ½ % z. B. billiger gekauft zu haben, steht der bei weitem größere Nachteil gegenüber, daß die Spekulation z. B. bei Interessenkäufen, sobald sie auch nur Wind davon bekommt, dadurch daß sie sich anschließt, die Preise ganz ungemein verteuert. Bei Punkt 2 steht es noch übler um die angeblichen Vorteile der Spekulation. Zwar verhütet sie durch ihre Gegengeschäfte tatsächlich kleinere Preisschwankungen, die sonst eintreten würden, aber gerade dort, wo sie ihren Nutzen in dieser Beziehung beweisen könnte, versagt sie nicht nur vollkommen, sondern verschärft darüber hinaus in ganz ungewöhnlichem Maße die Preisschwankungen, denn bei einer — schon oben angezogenen —

2) Vgl. Schmidt, a. a. O. Seite 88 ff., der zu ähnlichen Ergebnissen gelangt.

allgemeinen Übersteigerung der Kurse legt sich die Spekulation keineswegs mehr à la baisse, sondern sie „bläst ins gleiche Horn", da es für sie in diesem Falle von privatwirtschaftlich größerem Nutzen ist, die Übertreibung mitzumachen, als gegen den Strom zu schwimmen. Immer wieder läßt sich bei einer solchen kritischen Lage nachweisen, daß die Spekulation, statt mit ihren Gegengeschäften „fallschirmartig" bremsend auf die Kurse zu wirken, sie diese Übertreibung ruhig mitmacht. „Alles zieht an einem Strange", heißt es dann in den Börsenberichten. Ohne die Mitwirkung der Spekulation würden sogar solche riesigen Übertreibungen gar nicht möglich sein. Auch hier ist wieder aus dem angeblichen Vorteil ein Nachteil geworden. Wie steht es nun mit Punkt 3? Auch hier kann es zwar den Emissionshäusern in manchem Falle erwünscht sein, daß die Spekulation diejenigen Stücke, die nicht sofort untergebracht werden konnten, zunächst einmal übernimmt, bis dann das Publikum die neuen Aktien endgültig kauft. In den weitaus meisten Fällen besteht dieser „Vorteil" jedoch darin, daß dem Publikum die neuen Aktien unnötig verteuert werden. Ja, in manchen Fällen wird es dem Emittenten durch die Spekulation geradezu unmöglich gemacht, die neuen Stücke gut unterzubringen. Dies ist bei der sogenannten „Konzertzeichnung" der Fall. Gerade bei sehr begehrten Neuemissionen wirkt sich dies äußerst störend aus, daß die Spekulation (angelockt durch die Gewinnmöglichkeiten) weit mehr Stücke zeichnet, als sie in der Lage ist abzunehmen, in der Erwartung, daß das Material knapp werde und bei einer eventuellen Repartierung, die meist erst auf das unrichtige Verhalten der Spekulation eintritt, sie doch noch die genügende Anzahl von Stücken erhalte. So kann es kommen, daß sich die Emission zu einem Teil in den Händen der Spekulation befindet anstatt beim Publikum. Treten nun besondere Umstände ein, so tauchen diese Stücke plötzlich wieder auf dem Markt auf und drücken den Kurs, so daß die Emissionsbank zur Intervention gezwungen wird, also auch hier wieder ein höchst bedingter Vorteil, aber ein recht bedeutender Nachteil. Nun noch zu Punkt 4: Auch die Arbitrage braucht durchaus nicht von der Spekulation ausgeführt zu werden. Diese Aufgabe kann ebenso gut von den Banken übernommen werden. Nun stehen aber diesen — wie wir gesehen haben recht bedingten — Vorteilen auch noch viel bedeutendere Nachteile gegenüber:

1. Die Spekulation hat ein absolutes Interesse an Wertschwankungen, denn bei gleichbleibenden Kursen kann sie ja nichts verdienen.
2. Da die Spekulation oft sehr wenig kapitalkräftig ist, beansprucht sie außerdem auch größere flüssige Kredite und verknappt damit die Geldmärkte.
3. Die kreditabhängige Spekulation ist ein stetes Gefahrenmoment für die Kursentwicklung, denn bei jeder Änderung der Kreditlage ist sie zu Realisationen gezwungen. Dadurch wird die Börse in einem ungewöhnlich starken Maße von den Geldmarktschwankungen und der allgemeinen Kreditlage empfindlich abhängig.
4. Die psychologisch bedingte Verleitung zum Börsenspiel. Schlechte Beispiele verderben gute Sitten. (Man erinnere sich nur einmal der Inflationszeit.)

Zusammenfassend kann man also feststellen, daß die angeblichen Vorteile alle durch die damit verbundenen Nachteile schon überkompensiert sind. Darüber hinaus zeigte sich eine ganze Reihe von neuen recht beträchtlichen Nachteilen, die ein Einschreiten gegen die Spekulation sehr wünschenswert erscheinen lassen.

4. Abschnitt: Die psychologischen Faktoren.

Auch den rein seelischen Faktoren kommt ein gewisser Einfluß auf die Preisbildung zu. Wir können hier den Satz voranstellen, daß das Wirtschaftsleben in erster Linie nicht von den Tatsachen, sondern von der Meinung der Menschen über diese Tatsachen bestimmt wird. Eine Behauptung, die das Leben immer wieder bestätigt.

Es sind hier vornehmlich zwei Eigenschaften des Menschen, die auf die Preisbildung ihre Wirkung ausüben: nämlich der Herdentrieb und der Trieb zur Überschreitung des Gleichgewichtszustandes (Gesetz der Extreme).

I. Der Herdentrieb.

Der Herdentrieb, der Trieb zum gemeinsamen Handeln, führt die Individuen dazu, nicht dann zu kaufen, wenn der Preis fällt, es also billig ist, sondern dann gerade im Gegenteil zu verkaufen, und erst dann wieder zu kaufen, wenn die Preise bereits wieder im Steigen sind. Das erklärt sich daraus, daß bei fallenden Preisen die Zahl der Verkäufer im Verhältnis zu der der Käufer eine große ist, denn sonst würden die Preise ja nicht fallen. Sie sehen überall,

daß die Käufer zurückhaltend sind, werden nun auch unentschlossen und warten noch niedrigere Preise ab. So versucht jeder einzelne, mit seinem Mitmenschen Fühlung zu nehmen und so zu handeln wie er. Nur ganz wenige Menschen können sich davon frei machen.

II. Das Gesetz der Extreme.

Diese Bewegung wird verstärkt durch die zweite Eigenschaft der Menschen, nämlich der Neigung, ständig den Gleichgewichtszustand zu überschreiten, d. h. von einem Extrem in das andere zu fallen. Alle Ereignisse werden dabei entsprechend der jeweiligen Grundrichtung überschätzt bzw. unterschätzt. D. h., daß bei optimistischer Grundrichtung immer nur die optimistischen Ereignisse gesehen und deshalb auch nur allein gewertet werden. Das umgekehrte Verhältnis sehen wir bei einer pessimistischen Grundrichtung. Jetzt wird alles schwarz gesehen. Selbst an sich ausgesprochen günstige Ereignisse sind ohne jeden Einfluß, da bei der pessimistischen Grundrichtung sie gar niemand erwartet und sie infolgedessen auch gar nicht bemerkt werden. Ja, die Tendenz zur Überschreitung des Gleichgewichtszustandes kann so weit gehen, daß sogar ein und derselbe Vorgang bald als ein günstiges und bald als ein ungünstiges Symptom angesehen wird. So wurde z. B. die Flottenvorlage des Jahres 1901 anfangs als ein der Wirtschaft günstiges Gesetz gewertet mit der Begründung, daß es der Industrie neue Beschäftigung gäbe. Jedoch nach dem Konjunkturumschwung brachte die Annahme des Gesetzes einen Kursrückgang an der Börse hervor. Jetzt begründete man diesen Kursrückgang damit, daß dieses Gesetz eine Anleihe, eine Emission zur Folge haben werde und dadurch den Geldmarkt verknappen müsse. Man ersieht aus diesem einen Beispiel schon, daß es unter besonderen Umständen bei den Preisbildungsvorgängen viel mehr auf die subjektive Beurteilung und die seelische Haltung als auf die Tatsachenlage selbst ankommt, und es daher falsch wäre, wenn man bei Erklärung des Preisbildungsprozesses diesen psychologischen Faktoren nicht genügend Beachtung schenken wollte.

Schlußbetrachtung.

Die ungeheure Fülle sowie die große Mannigfaltigkeit der auf die Aktienpreisbildung einwirkenden Faktoren konnte von uns auf zwei Gruppen von Faktoren, nämlich die grundlegenden sowie die mitbestimmenden Faktoren zurückgeführt werden. Bei den grundlegenden Faktoren mußte den ökonomischen Hauptfaktoren eine besonders eingehende Darstellung gewidmet werden. Dabei versuchten wir den Nachweis dafür zu erbringen, daß neben den ertragsbedingten Faktoren auch den substanzbedingten sowie den kreditbedingten Faktoren ein bestimmender Einfluß zukam. Um aber eine vollständige Erklärung der langfristigen und zum Teil auch schon mancher mittelfristiger Schwankungen geben zu können mußten noch die konjunkturellen sowie die politischen Bestimmungsfaktoren mit herangezogen werden. Der Erklärung aller restlichen Schwankungen — und da besonders wieder der kurzfristigen Schwankungen — diente dann die große Gruppe der mitbestimmenden Faktoren, deren Einflußbereich vor allem stärker als bisher abgegrenzt werden konnte.

Weiter wurde versucht nachzuweisen, warum sich infolge von lückenhaften Überlegungen so häufig falsche oder doch zumindest schiefe Meinungen bilden konnten. Fast immer haben sich bei solchen Überlegungen bestimmte auffallende Tatsachen so sehr in den Vordergrund der Betrachtungen gedrängt, daß sie in der überwiegenden Mehrzahl dieser Fälle die gesamte Aufmerksamkeit derart stark beanspruchten, daß infolgedessen andere, ebenfalls als wichtig erkannte Faktoren dabei vollkommen übersehen werden konnten. Trotzdem den betreffenden Verfassern die theoretische Bedeutung dieser Faktoren bekannt sein mußte und sie dieselben bei größerer Aufmerksamkeit sicher in den Kreis der Untersuchungen einbezogen hätten, unterblieb dies aber aus den oben angegebenen Gründen.

Ausschließlich aber die vollständige Berücksichtigung a l l e r Faktoren konnte zu einem befriedigenden Ergebnis führen. Die sehr eingehende Systematik der vorliegenden Arbeit zwang schon durch ihre Anordnung zu der Einhaltung einer gewissen Stufenfolge der Untersuchungen und verbürgte somit auch die Vollständigkeit der Betrachtungen aller zu untersuchenden Einzelfaktoren. Die Hauptschwierigkeiten der Untersuchungen lagen nicht nur darin, daß das betreffende Zahlenmaterial meist nur sehr schwer zu beschaffen war, sondern in der Gefahr, daß aus einem für die Beweisführung eines Einzelfaktors sehr günstigen Zahlenmaterial viel zu weitgehende Schlüsse gezogen werden konnten und durch eine solch weitgehende Verallgemeinerung der Weg zur Auffindung neuer Erkenntnisse von vornherein verschlossen wurde. Auch nach dem Vorliegen dieser Arbeit bleibt noch eine ganze Reihe von Problemen zu lösen übrig, die weiteren Spezialarbeiten vorbehalten bleiben muß.

Literaturverzeichnis.

I. Bücher und Aufsätze.

Albert, H.
Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908, Leipzig, 1910.

Ammenhäuser, E.
Der Effektenterminverkehr an den deutschen Börsen; in: Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, 2. Serie, Heft 39, Berlin-Wien, 1928.

Amrhein, E.
Der deutsche Effektenmarkt in der Nachkriegszeit als Spiegel der wirtschaftlichen Gesamtlage, Dissertation, Frankfurt a. M., 1920.

Angas, L. L. B.
Investment. Forecasting Movements in Security Prices, 2. Auflage, London, 1932.

Argentarius
Die Börse. (Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn.) Berlin, 1922.

Argentarius
Braucht die Wirtschaft eine Börse? in: Die Bank, Heft 40, 26. Jahrgang, Berlin 1933.

Armstrong, F. E.
The Book of the Stock Exchange, London, 1934.

Aron, A.
Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege; in: Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, 2. Serie, Heft 32, Berlin, 1927.

Axe, E. W. and Flinn, H. M.
An Index of General Business Conditions for Germany 1898—1914; in: The Review of Economic Statistics, Vol. VIII, Oktoberheft, Cambridge (Mass., U. S. A.), 1925, Deutsche Uebersetzung von Dr. Däbritz in: Wirtschaftl. Nachrichten für Ruhr und Rhein, 7. Jahrg., Nr. 37, vom 16. 9. 1926, Seite 1135—1151.

Axe, E. W. and Houghton, R.
The Bond Market as a Stock Market Forecaster (a critical examination of the period 1884—1917); in: Annalist, Vol. XXX, Numbers 760 and 761, Jahrg. 1927.

Bachfeld, H.
Ursachen und Wirkungen der Aktienrückkäufe deutscher Gesellschaften; in: Die Wirtschaftskurve, 12. Jahrgang, Heft 1, Frankfurt am Main 1933.

Bachmann, H.
Die Effektenspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsen-Enquete; in: Zeitschrift für schweizerische Statistik, 34. Jahrgang, Bern, 1898.

Bauhofer, H.
Die Preisbewegung auf dem deutschen Effektenmarkt von Mitte 1920 bis zur Einführung der Rentenmark im November 1923, Dissertation, Frankfurt am Main, 1924.

Beckerath, H. v.
Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena, 1916.

Beerbohm, H.
Die Kapitalversorgung über die Börse; Dissertation, Ohlau 1931.

Benning, B.
Der „schwarze Freitag". Eine Untersuchung des Börseneingriffs vom 13. Mai 1927; in: Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Neue Folge, Heft 6, Jena, 1929.

v. Bethmann, M.
Die Aufgaben der Börse; in: Rhein-Mainische Wirtschaftszeitung Nr. 11, Frankfurt am Main, Juni 1937.

Blum, E.
Die deutschen Kreditmärkte nach der Stabilisierung; in: Betriebs- und Finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 41, Berlin-Wien, 1929.

Böger, F. F.
Die Sonderaufgaben der Verwaltungsaktien und ihre Bedeutung für die deutschen Kapitalgesellschaften; Dissertation, Gießen, 1933.

Boissière
La compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris; Paris, 1908.

Börsen-Enquete-Kommission
Materialien und Stenogramme, Berlin, 1892/93.

Braeutigam, H.
Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus; Berlin, 1. Auflage, 1932, ebenso 3. neubearbeitete und erweiterte Auflage, Berlin 1936.

Chamberlain, L. and Hay, M. W.
Investments and Speculation; New York, 1931.

Christodulopulos, P.
Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse; in: Allgem. Statistisches Archiv, Bd. 20, Jena, 1930.

Colbert, E.
Der Börsenschwindel des John Law; München, 1927.

Coper, R.
Die Kursbildung an der Effektenbörse; Dissertation, Berlin, 1931.

Coper, R.
Die Baissespekulation; in: Bankwissenschaft, 10. Jahrgang, Heft 2, Berlin, 1933.

Däbritz, W.
Die typischen Bewegungen im Konjunkturverlauf; in: Kölner wirtschaftl. und sozialwissenschaftl. Studien, 2. Folge, Heft 4, Leipzig 1929.

Dehn, G. v.
Reichsbank, Börse und Kapitalmarkt; Dissertation, Hamburg, 1932.

Dermietzel, O.
Statistische Untersuchungen über die Kapitalrente der größeren deutschen Aktiengesellschaften von 1876—1902; Dissertation, Göttingen, 1906.

Dessirier, J.
Cours, revenu et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1919 à 1926; in: Journal de la Société de Statistique de Paris, 68. Jahrgang, Nancy-Paris-Straßburg, 1927.

Dessirier, J.
Les indices des valeurs mobilières en France et en divers pays; in: Revue d'Economie politique, 42. Jahrgang, S. 202 ff., Paris, 1928.

Dessirier, J.
La prévision statistique dès mouvements des valeurs de bourse; in: Journal de la Société de Statistique de Paris, Nr. 5, II, 69. Jahrgang, Nancy-Paris-Straßburg, 1928.

Dessirier, J.
Nouveaux essais de statistiques sur les mouvements boursières; in: Journal de la Société de Statistique de Paris, Februarnummer, 70. Jahrgang, Nancy-Paris-Straßburg, 1929.

Dessirier, J.
La bourse des valeurs; in: Revue d'Economie politique, 48. Jahrgang, S. 608 ff. Paris 1934.

Dietzen, N.
Wirtschaftliche Vorteile und Nachteile stiller Reserven bei Aktiengesellschaften; in: Zeitschrift für wirtschaftswissenschaftliche Forschung, H. 4, 29. Jahrgang, Leipzig 1935.

Dohm, R.
Die Geschäftsergebnisse der deutschen Aktiengesellschaften; in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, Jahrgang 3, H. 5, Stuttgart 1910.

Donner, O.
Die Kursbildung am Aktienmarkt, Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten; Sonderheft 36 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Berlin 1934.

Donner, O.
Unternehmungsertrag und Zins als Faktoren des Aktienmarkts; in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 40, Neue Folge, 1934.

Donner, O.
Die Saisonschwankungen der wichtigsten Wirtschaftsvorgänge in Deutschland seit 1924; Sonderheft 11 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Berlin 192....

Donner, O.
Bestimmungsgründe für die Saisonschwankungen des Berliner Marktdiskonts in der Vorkriegszeit; in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, 3. Jahrgang, Teil A, H. 4, Berlin 1928.

Donner, O.
Die Saisonschwankungen als Problem der Konjunkturforschung; Sonderheft 6 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Berlin 1928.

Fasel, H.
Die Preisbildung am deutschen Devisen- und Effektenmarkt; Diss. Würzburg, Krefeld 1931.

Felden-Zahrzewski
Artikel: Konjunktur und Krisen; in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. III, Stuttgart 1927.

Fischer, E.
Stille Reserven und neues Aktienrecht; in: Der praktische Betriebswirt, H. 12, 15. Jahrg., Berlin 1935.

Fischer, E.
Konzernproblem und Aktienrechtsreform; in: Der praktische Betriebswirt, H. 9, 15. Jahrg., Berlin 1935.

Fisher, I.
Wann soll man sein Geld in Aktien anlegen? in: Wirtschaftsdienst, 11. Jahrg., H. 10, Hamburg 1926.

Frank, E.
Um die Bewertung unnotierter Aktien und GmbH.-Anteile; in: Der praktische Betriebswirt, 16. Jahrg., Heft 4, Berlin 1936.

Freude, S.
Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkt, Diss. Frankfurt, Gelnhausen 1929.

Fuerth, K. u. F.
Dividendenpolitik und Kapitalmarkt; in: Die Wirtschaftskurve, Heft 3, 13. Jahrg. Frankfurt a. M. 1934/35.

Fürst, M.
Die Börse, 2. Aufl., Leipzig, 1923.

Gärtner, F.
Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen; in: Annalen des Deutschen Reiches, Jahrg. 1886.

Gebhard, H.
Die Berliner Börse, Berlin 1928.

Gerber, O. L.
Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaften, Würzburg 1932.

Gerstner, P.
Bilanzanalyse, 10. Aufl., Berlin und Leipzig 1933.

Geschwindt, L.
Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsen-Enquete-Kommission, Stuttgart 1897.

Giffen, R.
Stock Exchange Securities. An essay on the general causes of fluctuations in their price; London 1877.

Glagau, O.
Der Börsen- und Gründungsschwindel in Berlin, Leipzig 1876.

Glagau, O.
Der Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland; Leipzig 1877.

Göppert, H.
Ueber das Börsentermingeschätt in Wertpapieren, Berlin 1914.

Göppert, H.
Börse und Publikum, Berlin 1930 (S. 25).

Guichard, M. F.
Die Neuordnung des deutschen Geld-, Kredit- und Börsenwesens; in: Jahrbuch für nationalsozialistische Wirtschaft. Stuttgart, Berlin, 1935.

Gunzert, R.
Effektenmarkt und Konjunkturverlauf; in: Münchner volkswirtschaftl. Studien, N. F., Heft 6, Jena 1929.

Hahn, G.
Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt; in: Jahrbuch für Nat. und Stat. (III. Folge), (125. Bd.), III. Bd. 70, II. Teil, S. 1—34, 97—121, Jena 1926.

Haney, L. H.
Business Forecasting. (The principles and practice of forecasting business and stock market trends with especial refrence to business cycles.); Boston 1931/32.

Hellauer, J.
System der Welthandelslehre, Berlin 1920.

Heller, W.
Die Entwicklung des Grundproblems der volkswirtschaftlichen Theorie, 2. Aufl., Leipzig 1924.

Heizmann, W.
Geldentwertung und Aktienkurse; in: Zeitschrift für Handelswissenschaftl. Forschung, 18. Jahrg., Leipzig 1924.

Hertlein, A.
Ueber den Einfluß von Aenderungen des Geldwertes auf den Wert der Aktien; in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, 13. Jahrg., Stuttgart 1920.

Hickernell, W. F.
What makes stock market prices, New York 1932.

Hickernell, W. F.
Stock Market Prices, New York 1932.

Hoffmann, O.
Wie liest man den Wirtschaftsteil einer Tageszeitung? Frankfurt am Main 1936.

Horwitz, E.
Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung; in: Bank- und Finanzwissenschaftl. Abhandlungen, Heft 16, Berlin 1929.

Hübner
Die Aktiendividende als Funktion des Anleihezinses; in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 5. Jahrg., Berlin 1928.

Huebner, S. S.
The Stock Market, New York-London 1926.

Hülsner, E.
Die Börsengeschäfte in rechtlicher und volkswirtschaftlicher Beziehung; Berlin 1897.

Humdhausen, C.
Börsen-Termin-Geschäfte. Uebersetzung des „Short-Selling" von J. E. Meeker, New York; Berlin 1934.

Hoffmann, O.
Wie liest man den Wirtschaftsteil einer Tageszeitung? Frankfurt am Main, 1936.

Kalveram, W.
Die Preisbildung am Aktienmarkt; in: Bankwissenschaft, 9. Jahrg., Heft 3, Beriln 1932.

Kalveram, W.
Artikel: Kurs; in: Handwörterbuch des Kaufmanns, Band III, Hamburg-Berlin, 1925.

Kalveram, W.
Finanzierung; Sonderband der „Handelshochschule", Berlin-Wien 1929.

Kalveram, W.
Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England; in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1. und 2. Jahrg., Berlin 1924/25.

Kalveram, W.
Artikel: Stille Reserven; in: Frankfurter Zeitung, Nr. 688 v. 15. 9. 1929, ebenso in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 7. Jahrg., Berlin-Wien 1930.

Karsten, K.
The Harward Business Indexes — A new Interpretation; in: Journal of the American Statistical Association, Vol. XXI, Nr. 156 (Dez.), New York 1926.

Keppler, W.
Gedanken zur Neugestaltung des Gesellschaftsrechts; in: Die deutsche Volkswirtschaft, 4. Jahrg., Heft 19, Berlin 1935.

King, W. C.
Analysing the Relationship between Stock Prices, Earnings and Dividends; in: Journal of the American Statistical Association, Vol. XXVI, Suppl. (March), S. 136 ff., New York 1931.

Klausing, F.
Reform des Aktienrechts und Wirtschaftsethos; in: Nr. 193 u. 194 des Frankfurter Volksblattes, Frankfurt am Main, Juli 1935.

Klebba, W.
Börse und Effektenhandel im Kriege, Berlin 1920.

Körösy, J.
Die finanziellen Ergebnisse der (Budapester) Aktiengesellschaften während des letzten Vierteljahrhunderts (1874—1898), Berlin 1901.

Kronenberger, Fr.
Die Preisbewegung der Effekten in Deutschland während des Krieges; Berlin 1920.

Landmann, J.
Zur Psychologie des Börsianers; in: Landmann: Vorträge aus dem Nachlaß, Basel 1933.

Lansburgh, A.
Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse; in: Finanz- und volkswirtschaftliche Zeitfragen, H. 38, Stuttgart 1917.

Lansburgh, A.
Die Börse, Berlin 1922.

Lansburgh, A.
Krisengeschichte; in: Die Bank, 27. Jahrg., 4. Heft ,Berlin 1934.

Lansburgh, A.
Die Divinationsgabe der Börse; in: Die Bank, 3. Jahrg., Berlin 1910 (S. 211 ff.)

Lenoir, M.
Le mouvement des cours des valeurs mobilières françaises depuis 1856; in: Bulletin de la Statistique Générale de la France, Oktoberheft 1919.

Lenoir, M.
Les valeurs mobilières et la crise de 1920; in Bulletin de la Statistique Générale de la France, Januarheft 1922.

Loeser, E.
Rente, nicht Kurs. Berlin 1931.

Machlup, F.
Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931.

Mattersdorf, W.
Die Preisbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse während der Inflation, Diss. Rostock 1925.

Matthews, A. M.
New York Bank Clearings and Stock Prices, 1866—1914; in The Review of Economic Statistics, Vol. 8, Nr. 4, Cambridge (Mass.), Okt. 1926.

Mautner, W.
Fünf Jahre Wallstreet; in: Die Wirtschaftskurve, Heft III (Dezemberheft), Frankfurt am Main 1934.

Meeker, J. E.
Börsentermingeschäfte (Short Selling), übers. v. E. Hundhausen, Berlin 1934.

Mehring, O. von
Erträgnisse deutscher Aktiengesellschaften vor und nach dem Kriege, Berlin 1923.

Meithner, K.
Die Preisbildung an der Effektenbörse; in: Betriebswirtschaftliche Forschungen des Wirtschaftsverkehrs, Heft 2, Wien 1930.

Meithner, K.
Die besonderen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung in Effekten; in: Zeitschr. für Betriebswirtschaft, 6. Jahrg., H. 9, 1929.

Meithner, K.
Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage, Wien 1929.

Mellerowicz, K.
Zur Frage der Verbesserung der Börsenstatistik; in: Bankwissenschaft, H. 8, 4. Jarhg., Berlin 1927/28.

Mellerowicz, K.
Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, Berlin 1926.

Milijowitsch, M.
Kreditbank und Börse. Die Finanzierungs- und Emissionspolitik der Kreditbanken; in: Zeitschr. für Betriebswirtschaft, H. 17, Berlin 1934.

Mitchell, W. C.
The Prices of Prefered and Common Stocks 1890—1909; in: Journal of Political Economy, Vol. 18, Nr. 7, July 1910.

Mitchell, W. C.
Der Konjunkturzyklus, Problem und Problemstellung (deutsch herausg. v. Dr. E. Altschul, Leipzig 1931).

Moll, E.
Die Rentabilität der Aktiengesellschaften. Ihre Feststellung in amtlichen und privaten Statistiken auf Grund der Bilanzen, Jena 1908.

Mohrus, O.
Saisonschwankungen in der deutschen Wirtschaft; in: Der deutsche Volkswirt, 3. Jahrg., Nr. 11 v. 14. 12. 1928, S. 341.

Mombert, P.
Einführung in das Studium der Konjunktur, 2. Aufl., Leipzig 1925.

Mombert, P.
Psychologische Faktoren im Wandel der Konjunktur; in: Ruhr und Rhein, 13. Jahrg., Heft 32, Essen 1932.

Moral F.
Aktienkapital und Aktienemissionskurs bei industriellen Unternehmungen; in: H. 176 der staats- und sozialwissenschaftlichen Forschungen, München und Leipzig 1914.

Moral F.
Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmungen, 2. Aufl., Berlin 1923.

Mortimer, Th.
Every man his own broker, London 1802.

Müller-Armack, A.
Staatsidee und Wirtschaftsordnung im neuen Reich, Berlin 1933.

Nell-Breuning, O. von
Grundzüge der Börsenmoral; in: Studien zur katholischen Sozial- und Wirtschaftsethik, 4. Bd., Freiburg i. Brsg. 1928.

Nertinger, J.
Was muß der Aktionär vom Aktienbezugsrecht wissen, Stuttgart 1923.

Nicklisch, H.
Grundsätze für die Feststellung und Beurteilung der Rentabilität und finanziellen Sicherheit privatwirtschaftlicher Unternehmungen, angewandt auf unsere Großbanken; in: Zeitschrift für Handelswiss. und Handelspraxis, 4. Jahrg. ,H. 1, Stuttgart 1911/12.

Nicklisch, H.
Neue deutsche Wirtschaftsführung; in: Die Bücher: Organisation, Bd. 17, Stuttgart 1933.

Niemann, G.
Die Neugestaltung des deutschen Effektenkapitalmarktes nach der Stabilisierung der Mark und seine Entwicklung bis zur Gegenwart. Eine Untersuchung der deutschen Emmissionstätigkeit in den Jahren 1924—1927, Diss. Halle-Wittenberg, 1928.

Oberparleiter, K.
Artikel: „Mächte" und „Spekulation"; in: Handwörterbuch der Betriebswissenschaft, Stuttgart.

Obst, G.
Kapitalanlage und Wertpapiere, Stuttgart 1902.

Obst, G.
Artikel: Börsengeschäfte; in: Handwörterbuch der Betriebsw.; Bd. I, Stuttgart.

Obst, G.
Geld-, Bank- und Börsenwesen, 29. völlig veränd. Neuauflage, Stuttgart 1935.

Owens, R. u. Ch. Hardy
Interest Rates and Stock Speculation — A Study of the Influence of the Money Market on the Stock Market, London 1925, ebenso 2. Aufl. Washington 1930.

Persons, W. M., and Frickey, E.
Money Rates and Security Prices; in: The Review of Economic Statistics, Vol. VIII, Nr. 1 vom Jan., Cambridge (Mass.) 1926.

Persons, W. M.
Money Rates, Bond Yields and Security Prices; in: The Review of Economic Statistics, Vol. IX, Nr. 2 v. April, Cambridge (Mass.) 1927.

Peter, H.
Aufgaben der Wirtschaftstheorie in der Gegenwart, Stuttgart 1933.

Peter, H.
Statistik und Theorie in den Wirtschaftswissenschaften, 2. Auflage, Stuttgart 1935.

Petrazycki, L. von
Aktienwesen und Spekulation, Berlin 1906.

Poley, A. P. und Gould, E.
The History, Law and Practice of the Stock Exchange, London 1926.

Pook, F.
Die Wirkung des Kriegsausbruches 1914 und 1870 auf die Preisbewegung des deutschen Waren-, Effekten- und Devisenmarktes, Diss. Frankfurt am Main 1922.

Prion, W.
Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse, 2. Aufl. München und Leipzig 1929, ebenso 1. Aufl., Leipzig 1910.

Prion, W.
Artikel: Börsenwesen; in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Bd. II, Jena.

Prion, W.
Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Berlin und Leipzig 1930.

Prion, W.
Ist die Börse reformbedürftig? Berlin 1932.

Prion, W.
Aktienkurse und Aktienrente; in: Zeitschr. für Handelswissenschaft und Handelspraxis, 21. Jahrg., H. 1, Jan., Stuttgart 1928.

Prion, W.
Dividendenpolitik und stille Reserven; in: Bankwissenschaft, 5. Jarhg., 1928/9, S. 885.

Quittner, P.
Investment. Moderne Prinzipien der Vermögensanlage, Berlin 1930.

Raithel, M.
Die Preisbildungsfaktoren an der Effektenbörse, Diss. München 1922.

Reich, R.
Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt; in: Zeitschr. für National-ökonomie, Bd. I, H. 2.

Reimann, H.
Aktien und Renten als Objekte staatlicher Kapitalmarktpolitik; in: Die Bank, 27. Jahrg., H. 44, Berlin 1934.

Reinhardt, R.
Das Kapitalanlagegesetz vom 29. März 1934; in: Deutsche Steuerzeitung und wirtschaftlicher Beobachter, 23. Jahrg., Nr. 4, 7. April 1934.

Reinhart, F.
Aktienrechtsreform und Bankpolitik; in: Der praktische Betriebswirt, Nr. 11, 15. Jahrg., Berlin 1935.

Reis, M.
Aktien oder Obligationen als langfristige Kapitalsanlage; in: Zeitschr. für handelswissenschaftl. Forschung, 26. Jahrg., Leipzig 1932.

Richter-Altschäffer, H.
Einführung in die Korrelationsrechnung. Eine Darstellung der Grundlagen rationaler Schätzungen, Analysen und Vorhersagen für Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspraxis, Heft 1 der Schriftenreihe des Instituts für landwirtschaftl. Marktforschg., Berlin 1931.

Richter-Altschäffer, H.
Theorie und Technik der Korrelationsanalyse, H. 5 der Schriftenreihe des Instituts für landwirtsch. Marktforschg., Berlin 1932.

Röpke, W.
Artikel: Spekulation; in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Jena.

Salings
Börsenpapiere, 1. Teil (Allg.), 14. Aufl. Berlin-Leipzig 1913; 20. Aufl. Berlin-Leipzig 1928; 21. Aufl. Berlin-Leipzig 1932.

Sartorius, B.
Der Dividendenanspruch des Aktionärs; in: Bankwissenschaft, 2. Jahrg. H. 24, Bln. 1926.

Selzowsky, K.
Die Spekulation im neuzeitlichen Wirtschaftsleben, Diss. Köln 1923.

Simmons, E. H. H.
The Principal Causes of the Stock Market Crises of 1929, New York 1930.

Smith, E. L.
Common Stocks as Long Term Investments, New York 1928.

Smith, E. L.
Tests applied to an Index of the Price Level for Industrial Stocks; in: Journal of the American Statistical Association, Vol. XXVI, Suppl., S. 127 ff., New York 1931.

Smith, K. C. and Horne, G. F.
An Index Number of Securities 1867—1914; in: London and Cambridge Economic Service, Special Memorandum Nr. 37 v. Juni, London 1934.

Somary, F.
Bankpolitik, 2. Aufl., Tübingen 1930.

Sombart, W.
Die Juden und das Wirtschaftsleben, Leipzig 1911.

Sommerfeld, H.
Börsenverkehr und Börsengeschäfte, Berlin-Wien 1931.

Sommerfeld, H.
Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts, 2. Aufl., Berlin-Wien 1929.

Suhr, O.
Die Schallplattenindustrie in der Krisis; in: Die Wirtschaftskurve, H. II, Frankfurt a. M., Sept. 1934.

Schabacker, R.
Stock Market Theory and Practice, New York 1930.

Schacher, G.
Handbuch der Weltbörsen (Organisation und Uesancen der großen Effektenmärkte des Auslandes;, Stuttgart 1931.

Schacher, G.
Internationale Effekten-Arbitrage; in: Die Bank, H. 2 (S, 37 ff.), 1931.

Schacht, H.
Die Börse im Dritten Reich, Berlin 1933/4.

Schanz, G. von
Artikel: Börsenwesen; in: Wörterbuch der Volkswirtschaft, Bd. I, Jnea.

Scheller, G.
Der Handel in amtlich nicht notierten Werten; in: Betriebs- und Finanzwissenschaftliche Forschungen, 2. Serie, H. 14, Berlin 1924.

Scheunemann, W.
2½ Jahre Börsenreform; in: Die deutsche Volkwirtschaft, H. 19, 4. Jahrg., Berlin 1935.

Schmalenbach, E.
Kapitalisierung des Geschäftsertrages; in: Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 7. Jahrg., Leipzig 1913.

Schmalenbach, E.
Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik; in: Zeitschr. für handelswissenschaftl. Forschung, 12. Jahrg., Leipzig, 1918.

Schmalenbach, E.
Finanzierungen, 1. Teil: Beteiligungsfinanzierungen, 5. Aufl., Leipzig 1932, ebenso 4. Aufl., Leipzig 1928.

Schmaltz, K.
Artikel: Bilanzkurs; in: Handwörterbuch d. Betriebswirtschaft, Bd. I, S. 1381, Stuttgart.

Schmidt, F.
Zur Preisbildung an der Effektenbörse; in: Zeitschrift für Sozialwissenschaft, N. F., 9. Jahrg., Leipzig 1918.

Schmidt, F.
Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1921.

Schmidt, F.
Liquidation und Prolongation im Effektenhandel; 2. Aufl., Leipzig 1923.

Schmidt, F.
Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler; in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1927, Sonderheft.

Schmidt, F.
Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre; in: Die Handelshochschule, Ergänzungsband, Berlin 1932.

Schmidt, R.
Die deutschen Effektenbörsen von 1923 bis 1925. Eine Untersuchung der Kursgestaltung von der Marktstabilisierung bis zur Wiedereinführung des offiziellen Terminhandels im Oktober 1925. Frankfurter Diss. von 1927, Frankfurt 1929.

Schneider, H.
Zur Prognose der Aktienkurse; in: Bankwissenschaft, H. 1, 4. Jahrg., Berlin 1927/8.

Schneider, H.
Methoden zur Vorhersage der Effektenkurse; in Bankwissenschaft, H. 24, 4. Jahrg., Berlin 1927/8.

Schneider, H.
Die Voraussage der Effektenkurse in der Vor- und Nachkriegszeit; in: Bankwissenschaft, H. 6, 5. Jahrg., Berlin 1928/9.

Schneider, H.
Börsenindices, ihre Methoden, ihr Erkenntniswert; in: Bankwissenschaft, H. 2, 3 u. 11, 4. Jahrg., Berlin 1927/8.

Schütze, A.
Die Börse und die Börsengeschäfte (Salings Börsenpapiere, 1. Teil, Berlin 1913.

Schwarz, P.
Kapitalfehlleitungen bei deutschen Aktiengesellschaften in den Jahren 1884 bis 1914; in: Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, H. 6, 29. Jahrg., Leipzig 1935.

Schwedler, W. von
Die Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt, Würzburg 1935.

Stillich, O.
Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909.

Stillich, O.
Graphische Kurstabellen, 1. Bd.: Brauereiaktien, Berlin 1911.

Stölting, E.
Die Bewertung nicht notierter Aktien; in: Ruhr u. Rhein, 13. Jahrg., H. 50, Essen 1932.

Stölting, E.
Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und der Börsenkurs der Aktien, Frankfurter Diss., Bochum 1930.

Struck, E.
Die Effektenbörse, eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände; in: Staats- und sozialwirtschaftl. Forschg., Hg. G. Schmoller, Bd. III, H. 3, Leipzig 1882.

Strum, K. St. van
Forecasting Stock Market Trends, New York 1928.

Terhalle, F.
Artikel: Börse; in: Staatslexikon, 5. Aufl., Bd. I, Freiburg 1926.

Theisinger, K.
Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Bd. VII der betriebswirtschaftl. Abhandlungen, Stuttgart 1928.

Theisinger, K.
Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes; in: Bankwissenschaft, 10. Jahrg., H. 11, Hamburg 1933.

Theisinger, K.
Das Disagio bei dem Erwerb eigener Aktien; in: Bankwissenschaft, H. 15, 9. Jahrg., Berlin 1932.

Theisinger, K.
Bezugsrechtswerterrechnung vom Ertragswert; in: Bankarchiv, Heft 7, 26. Jahrg., Berlin 1927.

Tschuprow, A.
Grundbegriffe und Grundprobleme der Korrelationstheorie, Leipzig-Berlin 1925.

Untersuchungen (ohne Verfasser)
zur Frage der Marktzusammenhänge; in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung 1928, H. 2, Teil A, S. 30 ff.

Veesenmayer, E.
Die Neugestaltung des Effektentermingeschäfts seit 1925; in: Münchener volkswirtschaftliche Studien, N. F., H. 6., Jena 1929.

Vega, J. de la
Dialogos Curiosos, Amsterdam 1688, übers. v. Otto Pringsheim: Konfusion der Konfusionen oder merkwürdige Gespräche zwischen einem scharfsinnigen Philosophen, einem umsichtigen Kaufmann und einem belesenen Aktionär über den Aktienhandel, seinen Ursprung, seine Entwicklung, seine Vorteile, sein Spiel und seinen Schwindel, Breslau 1919.

Wagemann, E.
Konjunkturlehre, eine Grundlegung zur Lehre von Rhythmus der Wirtschaft, Berlin 1928.

Wagemann, E.
Struktur und Rythmus der Weltwirtschaft, Grundlagen einer weltwirtschaftlichen Konjunkturlehre.

Wagenführ, R.
Statistik leicht gemacht. Hamburg 1934.

Wagner, F.
Kapitalanlage in Wertpapieren, Leipzig 1915.

Wagon, E.
Die finanzielle Entwicklung deutscher Aktiengesellschaften von 1870 bis 1900; in: Sammlungen nationalökonomischer und statistischer Abhandlungen des staatswissenschaftlichen Seminars zu Halle/S., Bd. 39, Jena 1903.

Walb, E.
Die Stellung der Banken im Kapitalmarkt und die Wandlung in Theorie und Praxis der Anlagepolitik; in: Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 28. Jahrg., Heft 11, Leipzig 1934.

Walb, E.
Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre; in: Rotschild's Taschenbuch für Kaufleute, 2. Bd., 61. Aufl., Leipzig 1932.

Wallin, E.
Die Kursbildung am Aktienmarkt; in: Der praktische Betriebswirt, H. 10, 15. Jahrg., Berlin 1935.

Wallin, E.
Schulfall Schubert und Salzer; in: Der praktische Betriebswirt, 16. Jahrg., H. 4, Berlin 1936.

Wascat, M. G.
La Prévision du Mouvement des Valeurs mobilières d'après la variation des prix à la Bourse de Paris, Paris 1928.

Weber, A.
Depositenbanken und Spekulationsbanken, 3. Aufl., München 1922.

Weber, W.
Börsenspekulation und Kapitalanlage, Berlin 1921.

Wirth, M.
Geschichte der Handelskrisen, 4. Aufl., Frankfurt a. M. 1890.

Wolfgang, E.
Die Kursbildung am Rentenmarkt; Betriebswirtschaftliche Abhandlungen, Bd. 16, Stuttgart 1931.

Wolfgang, E.
Der Risikofaktor bei der Bewertung von Effekten; in: Bankwissenschaft, H. 14, 9. Jahrg., Berlin 1932.

Wolff, H.
Wirtschaftsprognose oder Wirtschaftsspekulation; in: Ruhr u. Rhein, Nr. 47, Essen 1931.

Zizek, F.
Grundriß der Statistik, 2. Aufl. München 1923.

Zizek, F.
Ursachenbegriffe und Ursachenforschung in der Statistik; in: Allg. Stat. Archiv, Bd. 17, H. 3, Jena 1927.

Zutrauen, F.
Frankreichs Börsenverluste in der Weltkrise; in: Bankwissenschaft, 9. Jahrg., H. 1, Berlin 1932.

II. Zeitschriften.

A. Inland.

Bankarchiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen, Berlin.
Bankwissenschaft, Berlin-Hamburg.
Die Bank, Berlin.
Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis), Stuttgart.
Der praktische Betriebswirt, Berlin.
Die Deutsche Bankwirtschaft, Berlin.
Die Deutsche Volkswirtschaft, Berlin.
Der Deutsche Volkswirt, Berlin.
Der Deutsche Oekonomist, Berlin.
Magazin der Wirtschaft, Berlin.
Plutusbriefe, Berlin.
Ruhr und Rhein, Essen.
Rhein-Mainische Wirtschaftszeitung, Frankfurt am Main.
Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Berlin.
Vierteljahreshefte zur Statistik des Deutschen Reichs, Berlin.
Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung, Berlin.
Wirtschaftsdienst, Hamburg.
Wirtschaft und Arbeit, Neue Folge von „Wege zur Arbeit“, Berlin.
Wirtschaft und Statistik, Berlin.
Die Wirtschaftskurve (mit Indexzahlen der Frankfurter Zeitung), Frankfurt am Main.
Zahlungsverkehr und Bankbetrieb, Berlin.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Berlin.
Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, Stuttgart.
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, Leipzig.

B. Ausland.

Bulletin de la Statistique Générale de la France, Paris.
The Economist, London.
L'Economiste français, Paris.
Journal of the American Statistical Association, New York.
Journal of the Royal Statistical Society, London.
Journal de la Société de Statistique de Paris, Nancy-Paris-Straßburg.
London and Cambridge Economic Service, London.
Monatsberichte des Oesterreichischen Instituts für Konjunkturforschung, Wien.
Revue d'Economie politique, Paris.
The Review of Economic Statistics and Supplement (Harvard Economic Service) Cambridge (Mass.) USA.
Der österreichische Volkswirt, Wien. (Mit Beilage: Bilanzen.)

III. Zeitungen.

Berliner Börsenzeitung.
Berliner Börsenkurier.
Berliner Tageblatt.
Deutsche Allgemeine Zeitung.
Deutsche Bergwerkszeitung.
Frankfurter Volksblatt.

Frankfurter Zeitung.
Industrie- und Handelszeitung.
Kölnische Zeitung.
Münchner Neueste Nachrichten.
Völkischer Beobachter.

IV. Handbücher und Nachschlagewerke.

Grünbuch der Aktiengesellschaften, Berlin.
Die Handelshochschule, Berlin-Wien.
Handwörterbuch des Bankwesens, Berlin.
Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, Berlin-Leipzig.
Handwörterbuch des Kaufmanns, Hamburg-Berlin.
Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Stuttgart.
Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 2., 3. und 4. Auflage, Jena.
Jahrbuch für nationalsozialistische Wirtschaft, Stuttgart-Berlin 1935.
Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, Berlin.
Rotschilds Taschenbuch für Kaufleute, 61. Auflage, Leipzig.
Saling's Börsenpapiere, Erster (Allg.) Teil, 14., 20. und 21. Auflage, Berlin-Leipzig.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, Berlin.
Volkswirtschaftliche Chronik, Jena.
Wörterbuch der Volkswirtschaft, 3. Auflage, Jena.

V. Kurszusammenstellungen.

A. Inland.

Berliner Aktionär, Jahrg. 1881 ff.
Berliner Börsenberichte, Berlin, ab 1. Oktober 1928.
Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung, Frankfurt am Main.
Buchwald's Börsenberichte, Berlin (bis 1. Oktober 1928;.
Frankfurter Aktionär, Jahrg. 1881 ff.
Neue Berliner Börsenberichte, Berlin (bis 1. Oktober 1928).
Neumann's Kurstabelle der Berliner Fondsbörse, Jahrg. 1 ff., Rostock, später Berlin-Leipzig.
Salings Börsenjahrbuch, Jahrg. 1883 ff.
Der Aktienführer (Saling;, Handbuch der Berliner Börsenwerte, 1935/36; bearbeitet von E. Greulich und K. Engelhardt, Berlin.

B. Ausland.

Annuaire des Agents de Change, Paris.
Financial Review, New York.
Stock Exchange Ten Year Record, London.

Lebenslauf.

Am 30. Oktober 1905 wurde ich als Sohn des Straßenbahnkontrollbeamten Adam Bückle in Frankfurt am Main geboren. Ich besuchte zunächst die Mittelschule und von der Quinta an die Liebig-Oberrealschule in Frankfurt am Main. Zu Ostern 1921 verließ ich mit Obersekundareife diese Schule, um bei der Danatbank in Frankfurt am Main das Bankgewerbe zu erlernen. Nach beendeter Lehre blieb ich noch bis Ende März 1924 als Beamter dort tätig und trat dann als Volontär in ein Frankfurter Teppichhaus über. Nach dreijähriger Tätigkeit in diesem Hause entschloß ich mich zum wirtschaftswissenschaftlichen Studium an der Frankfurter Universität, wo ich vom Sommersemester 1927 ab Volkswirtschaft, Betriebswirtschaft, Rechtswissenschaft sowie neuere Sprachen studierte. Zur Befestigung meiner französischen Sprachkenntnisse hielt ich mich 4 Monate in Frankreich auf und erwarb mir an der Universität Clermont-Ferrand das „Diplôme d'Etudes françaises". An der Frankfurter Universität legte ich nach viersemestrigem Studium die „Prüfung für praktische Kaufleute" und nach Ablegung der Sonder-Reifeprüfung vor dem Provinzialschulkollegium in Kassel und einem weiteren dreisemestrigen Studium Ende Juli 1932 das kaufmännische Diplomexamen ab. Im Anschluß hieran hielt ich mich dann mehrere Monate in England auf und beendete schließlich im Juli 1936 an der Frankfurter Universität mein Studium mit dem mündlichen Examen zum Dr. rer. pol., das ich mit sehr gutem Erfolg bestand.